



Impacto del gobierno corporativo, desde la perspectiva de los accionistas y pensionistas, en la rentabilidad del sistema privado de pensiones del Perú entre los años 2012-2020

Tesis presentada en satisfacción parcial de los requerimientos para obtener el grado de Magister en Finanzas por:

Fernando Ikeda Uzurriaga

Fernando Javier Jose Laurent Lozano

Maria Fernanda Ruiz Unyen

Programa de Maestría en Finanzas

Lima, 1 de julio de 2021

Esta tesis

Impacto del gobierno corporativo, desde la perspectiva de los accionistas y pensionistas, en la rentabilidad del sistema privado de pensiones del Perú entre los años 2012-2020

Ha sido aprobada.



.....
Alfredo Mendiola Cabrera, Ph.D. (Jurado)



.....
Jorge Guillen Uyen, Ph.D. (Jurado)



.....
César Fuentes Cruz, Ph.D. (Asesor)

Universidad Esan

2021

Dedicatoria

**A nuestras familias, por su amor
y apoyo incondicional para seguir creciendo profesionalmente.
Y a nuestro asesor César Fuentes Cruz,
por la exigencia, tiempo y dedicación.**

Fernando Ikeda Uzurriaga

Fernando Laurent Lozano

María Fernanda Ruiz Unyen

FERNANDO IKEDA UZURRIAGA

Emprendedor enfocado en el desarrollo de oportunidades de negocios. Con un foco en el entendimiento de toda la cadena de valor. Con más de cuatro años de experiencia en el negocio de consumo masivo y restauración.

FORMACIÓN PROFESIONAL

2018 – Actualidad	ESAN Graduate School of Business Graduado de la Maestría en Finanzas
2018 – Actualidad	Universitat Pompeu Fabra – Barcelona School of Management Maestría en Gerencia Bancaria y Financiera
2021	PAD - Escuela de Dirección de la Universidad de Piura Programa Internacional en Transformación Digital
2020 - 2021	Pacifico Business School Programa en Marketing Digital & E-Commerce
2020	PAD - Escuela de Dirección de la Universidad de Piura Programa en Dirección Comercial
2018 - 2019	ESAN Graduate School of Business Especialización en Lean Supply Chain Management
2018	ESAN Graduate School of Business Especialización en Gerencia de Proyectos
2014 -2018	Universidad de Toronto Bachiller en Comercio con Especialización en Economía y Finanzas

EXPERIENCIA PROFESIONAL

YOPO

Gerente General & Co-fundador

Ene. 2018 – Actualidad

Responsable de la creación de la empresa y marca. Enfocado en la parte de administración, finanzas y desarrollo del negocio. Ya tenemos dos locales y estamos en búsqueda de convertirnos en la cadena de comida fast-casual más grande a nivel nacional.

BURGER BOX

Co-fundador

Ene. 2018- Actualidad

Responsable del desarrollo del negocio. Enfocado en la mejora de procesos y las estrategias de crecimiento.

SAN FERNANDO

Consultor Comercial

Ene. 2018 –Dic. 2019

Elaboración de planes de negocios, visitas a clientes, así como el entendimiento de toda la cadena de valor. Preparación de presentaciones al Directorio enfocado en propuestas para la generación de valor y eliminación de mudas.

FERNANDO LAURENT LOZANO

Economista con 4 años de experiencia en el sector financiero, principalmente en asesoría contable y financiera en sectores como el minero, energía, comercio internacional y retail.

FORMACIÓN PROFESIONAL

2018 – Actualidad	ESAN Graduate School of Business Graduado de la Maestría en Finanzas
2018 – Actualidad	Universitat Pompeu Fabra – Barcelona School of Management Maestría en Gerencia Bancaria y Financiera
2018	CFA Institute Candidato al programa Chartered Financial Analyst con el nivel 1 aprobado
2018	GARP Candidato al programa Global Association of Risk Professionals con el nivel 1 aprobado.
2016	Banco Central de Reserva del Perú Curso de extensión de Finanzas Avanzadas del BCRP.

EXPERIENCIA PROFESIONAL

Laurent & Takeda S.C.R.L.

Analista de consultoría contable y financiera

Oct. 2018 – Actualidad

Elaboración del Balance General y Estado de Resultados de empresas del sector minero, comercio exterior, entre otros. Análisis de ratios de liquidez, solvencia y rentabilidad de las empresas. Recomendaciones a empresas para mejorar sus ratios y puedan cumplir con los requisitos establecidos por los diferentes concursos públicos.

BANCO INTERNACIONAL DEL PERÚ - Interbank

Practicante pre-profesional del área de Riesgos de Mercado

Ene. 2017 – Jul. 2017

Apoyar en la elaboración de los anexos 7-A (Ganancias en riesgo) y 7-B (Valor patrimonial en riesgo). Calcular la disponibilidad de las líneas de inversión de la tesorería y emitir alertas en caso estas excedan los límites. Responder correos solicitados por el tipo de cambio stress. Recopilar información de los Estados Financieros de los principales bancos del sistema financiero.

MARIA FERNANDA RUIZ UNYEN

Economista con 06 años de experiencia en el sector financiero, principalmente en Banca Retail y Pequeña Empresa en las áreas: riesgos, control interno, comercial y estrategia de negocios.

FORMACIÓN PROFESIONAL

2018 - Actualidad	ESAN Graduate School of Business Graduada de la Maestría en Finanzas
2018 - Actualidad	Universitat Pompeu Fabra - Barcelona School of Management Maestría en Gerencia Bancaria y financiera
2018	ESAN Graduate School of Business Especialización en Gestión de Riesgo Crediticio y Recuperaciones en las Microfinanzas
2015	Superintendencia de Mercado de Valores XVI Curso de especialización en Mercado de valores
2011 – 2014	Universidad Católica Santo Toribio de Mogrovejo Bachiller en Economía

EXPERIENCIA PROFESIONAL

BANCO INTERNACIONAL DEL PERÚ – Interbank

Analista Senior de Riesgos. Analytics - Banca Pequeña Empresa.

Nov. 2020 – Actualidad

Diseño e implementación de las estrategias de riesgo para las diferentes campañas y productos de Banca Pequeña Empresa a fin de incrementar la cuota de mercado sin el deterioro de los indicadores de riesgo. Medición y evaluación de los proyectos del área con respecto a colocación, rentabilidad y morosidad.

Analista de Control y Gestión - Desarrollo de Negocios Retail.

Jun. 2019 – Nov. 2020

Seguimiento y control de avance de objetivos definidos para cada KPI en coordinación con todas las áreas involucradas. Análisis puntuales para nuevas propuestas y estrategias del equipo comercial. Seguimiento y cálculo de pago de comisiones de la fuerza de ventas del banco.

Analista de Riesgos. Gestión y Seguimiento - Banca Personas.

Nov. 2017 – May. 2019

Análisis puntuales sobre el estado de la cartera de tarjetas de crédito ante diversos escenarios de coyuntura económica, política o demográfica, para Gerencia y Directorio. Seguimiento a indicadores de morosidad y rentabilidad del portafolio para reducir niveles de riesgo y mejorar el perfil crediticio de los clientes.

Analista Junior de Riesgos. Gestión y Seguimiento - Banca Personas.

Jun. 2015 – Nov. 2017

Diseño y elaboración de tableros de control, reportes y presentaciones mensuales de los principales indicadores del portafolio de tarjetas de crédito para el Comité de Riesgos.

COOPERACION SUIZA - State Secretariat for Economic Affairs (SECO)

Pasante

May. 2014 – Nov. 2014

Programa de Fortalecimiento de la Gestión de Finanzas Públicas a nivel subnacional.

INDICE GENERAL

RESUMEN EJECUTIVO.....	xv
CAPITULO I: INTRODUCCION.....	1
1.1 Motivación, justificación y contribución	1
1.2 Objetivos de la Tesis	2
1.2.1 <i>Objetivo general</i>	<i>2</i>
1.2.2 <i>Objetivos específicos.....</i>	<i>2</i>
1.3 Alcances	3
1.4 Limitaciones.....	3
CAPITULO II: MARCO CONTEXTUAL.....	5
2.1 Contexto Macroeconómico del Perú Durante los Años 2012 – 2020	5
2.2 Reformas de Pensiones	9
2.3 Sistema de Pensiones Peruano.....	10
2.4 AFP Peruanas y Tipos de fondos.....	13
2.5 Evolución de la Rentabilidad de los fondos.....	18
2.6 Evolución de la Rentabilidad de las AFP	20
CAPITULO III: MARCO TEÓRICO	23
3.1 Gobierno Corporativo	23
3.1.1 <i>Antecedentes del Estudio.....</i>	<i>23</i>
3.1.2 <i>Origen de Gobierno Corporativo</i>	<i>24</i>
3.1.3 <i>Teoría de Agencia (Agency Theory)</i>	<i>25</i>
3.1.4 <i>Teoría de Stakeholders (Stakeholders Theory).....</i>	<i>25</i>
3.1.5 <i>Teoría de la Dirección (Stewardship Theory)</i>	<i>26</i>
3.1.6 <i>Teoría de Dependencia de Recursos (Resource Dependence Theory).....</i>	<i>27</i>
3.2 Marco Regulatorio.....	27
3.2.1 <i>Principios del Gobierno Corporativo</i>	<i>27</i>
3.2.2 <i>Principios de Gobierno Corporativo Propuestos por la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos – OCDE</i>	<i>28</i>
3.2.3 <i>Principios de Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas Propuestos por la SMV.....</i>	<i>32</i>
3.2.4 <i>Evaluación Cualitativa de los Principios de Gobierno Corporativo en Perú ..</i>	<i>35</i>
3.2.5 <i>Reporte sobre el Cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas</i>	<i>37</i>
3.3 Variables de estudio.....	38
3.3.1 <i>Variables de Gobierno Corporativo</i>	<i>38</i>
3.3.2 <i>Variable de Rentabilidad.....</i>	<i>47</i>

3.3.3	<i>Variables de control</i>	47
3.3.4	<i>Relación entre los stakeholders con la Rentabilidad de los fondos Administrados por la AFP. Comisiones Cobradas</i>	49
3.3.5	<i>Relación de Gobierno Corporativo y Rentabilidad</i>	50
3.3.6	<i>Relación entre Gobierno Corporativo y Rentabilidad de los fondos Administrados por la AFP</i>	51
3.3.7	<i>Hipótesis</i>	54
CAPITULO IV: METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN		57
4.1	Diseño de la Investigación	57
4.2	Población y Muestra para el Estudio	57
4.3	Definición y tipos de variables	57
4.4	Recolección de Datos	58
4.5	Técnicas de Procesamiento y Análisis de la Información	59
CAPITULO V: RESULTADOS		64
CAPITULO VI: CONCLUSIONES		81
ANEXOS		85
BIBLIOGRAFÍA		102

INDICE ANEXOS

ANEXO 01. Reporte sobre el cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las sociedades peruanas	85
ANEXO 02. Evolutivo ROA y ROE de las AFP peruanas. Periodo 2012 – 2020	91
ANEXO 03. Resultados estadísticos ROA. Ecuaciones iniciales y Tests	93
ANEXO 04. Resultados estadísticos ROE. Ecuaciones iniciales y Tests.....	95
ANEXO 05. Resultados estadísticos para la rentabilidad de los fondos Ecuaciones iniciales y Tests.....	97
ANEXO 06. Relación de los pilares de los principios de gobierno corporativo con la rentabilidad	99
ANEXO 07. Relación de los pilares de los principios de gobierno corporativo con la rentabilidad de los fondos administrados por la AFP	100

LISTADO DE TABLAS

Tabla 2.1. <i>Modelos y características de las reformas de pensiones</i>	10
Tabla 2.2. <i>Cartera administrada por las AFP en el Perú.</i>	14
Tabla 2.3. <i>Tipos de Fondos.</i>	17
Tabla 3.1. <i>Encuesta Buen Gobierno Corporativo - Número de preguntas</i>	37
Tabla 3.2. <i>Variables de Buen Gobierno Corporativo y su relación con los Pilares de la SMV y con los principios ROSC. (Parte 1)</i>	52
Tabla 3.3. <i>Variables de Buen Gobierno Corporativo y su relación con los Pilares de la SMV y con los principios ROSC. (Parte 2)</i>	53
Tabla 4.1. <i>Definición y tipos de variables</i>	58
Tabla 5.1. <i>Matriz de correlaciones ROA y variables de gobierno corporativo</i>	65
Tabla 5.2. <i>Test de invarianza</i>	65
Tabla 5.3. <i>Resultados ecuación del ROA</i>	66
Tabla 5.4. <i>Relación esperada de variables de gobierno corporativo contra el ROA.</i> ...	67
Tabla 5.5. <i>Relación ROA vs rentabilidad de los fondos 1, 2 y 3</i>	73
Tabla 5.6. <i>Relación esperada entre ROA y rentabilidad de los fondos</i>	73
Tabla 5.7. <i>Matriz de correlaciones rentabilidad de los fondos administrados y variables de gobierno corporativo</i>	74
Tabla 5.8. <i>Test de invarianza</i>	75
Tabla 5.9. <i>Ecuación para la rentabilidad de los fondos</i>	76
Tabla 5.10. <i>Relación esperada de variables de gobierno corporativo contra la rentabilidad de los fondos administrados</i>	76
Tabla Anexo 3.1. <i>Ecuación inicial del ROA</i>	93
Tabla Anexo 3.2. <i>Test de Hausman para el ROA</i>	94
Tabla Anexo 3.3. <i>Test de Breusch – Pagan para el ROA</i>	94
Tabla Anexo 4.1. <i>Ecuación inicial para el ROE</i>	95
Tabla Anexo 4.2. <i>Test de Breusch – Pagan para el ROE</i>	95
Tabla Anexo 4.3. <i>Test de Hausman para el ROE</i>	95
Tabla Anexo 5.1. <i>Ecuación inicial para los fondos administrados</i>	97
Tabla Anexo 5.2. <i>Test de Breusch - Pagan para los fondos administrados</i>	98
Tabla Anexo 5.3. <i>Test de Hausman para los fondos administrados</i>	98

LISTADO DE FIGURAS

Figura 2.1. <i>Variación porcentual del Producto Bruto Interno 2012 – 2020.....</i>	5
Figura 2.2. <i>Variación porcentual de la Tasa de inflación 2012 – 2020.....</i>	6
Figura 2.3. <i>Variación porcentual de Términos de intercambio de comercio exterior 2012 – 2020.....</i>	7
Figura 2.4. <i>Precio S&P 500, periodo 2012 – 2020</i>	8
Figura 2.5. <i>Evolución de número de afiliados activos 2012 – 2020</i>	15
Figura 2.6. <i>Crecimiento porcentual del fondo total 2012 – 2020</i>	16
Figura 2.7. <i>Rentabilidad Nominal Anual de los Fondos de Pensiones Tipo 1</i>	19
Figura 2.8. <i>Rentabilidad Nominal Anual de los Fondos de Pensiones Tipo 2</i>	19
Figura 2.9. <i>Rentabilidad Nominal Anual de los Fondos de Pensiones Tipo 3</i>	20
Figura 2.10. <i>Utilidad Neta de las AFP 2012 – 2020 (en millones de soles).....</i>	21
Figura Anexo 2.1. <i>Variación del ROA entre los periodos 2012 – 2020.....</i>	91
Figura Anexo 2.2. <i>Variación del ROE entre los periodos 2012 – 2020.....</i>	91
Figura Anexo 3.1. <i>Test de normalidad para el ROA.....</i>	94
Figura Anexo 4.1. <i>Test de normalidad para el ROE.....</i>	96
Figura Anexo 5.1. <i>Test de normalidad para los fondos administrados.....</i>	98

INDICE DE ABREVIATURAS

AFP: Administradora de Fondos de Pensiones

BCRP: Banco Central de Reserva del Perú

BGC: Buen Gobierno Corporativo

BIG FOUR: Las cuatro empresas más grandes de auditoría – PWC, KPMG, EY, Delloite

CAGR: Compound Annual Growth Rate / Tasa compuesta de crecimiento anual

CIC: Cuenta Individual de Capitalización

EPG: Estado de Pérdidas y Ganancias

FMI: Fondo Monetario Internacional

INEI: Instituto Nacional de Estadística e Informática

JAO: Jubilación anticipada ordinaria

MCO: Mínimos Cuadrados Ordinarios

NIIF: Normas Internacionales de Información Financiera

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

OPA: Ofertas Públicas de Adquisición

PBI: Producto Bruto Interno

REJA: Régimen Especial de Jubilación Anticipada

ROA: Rentabilidad sobre Activos

ROE: Rentabilidad sobre el Patrimonio

SBS: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP

SMV: Superintendencia del Mercado de Valores

SNP: Sistema Nacional de Pensiones

SPP: Sistema Privado de Pensiones

RESUMEN EJECUTIVO

En el presente trabajo se investiga la relación entre el cumplimiento de un buen gobierno corporativo y la rentabilidad de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) del Perú, así como la de sus fondos, entre los años 2012 y 2020. Cabe destacar que el gobierno corporativo está tomando mayor importancia en los últimos años en el Perú, debido a que existen estudios previos donde se enfatiza que aplicarlo correctamente en la empresa puede impactar positivamente en sus resultados.

Por lo tanto, con el fin de comprender el impacto en la gestión de las AFP ante la implementación de un buen gobierno corporativo, se plantearon como objetivos desarrollar un marco conceptual a partir de la revisión de estudios empíricos que expliquen la aplicación del gobierno corporativo en la rentabilidad de las empresas, establecer la relación entre gobierno corporativo y la rentabilidad de las AFP peruanas entre los años 2012 y 2020, así como las de sus fondos. Y probar qué variables del gobierno corporativo son las que tienen mayor impacto en la rentabilidad de las AFP y sus fondos.

Para el estudio se realizó una investigación exploratoria y se seleccionaron variables de corte transversal y de series de tiempo, por lo que la metodología aplicada es la de datos de panel con una estimación de método generalizado de momentos (GMM). Se necesitó la información trimestral de las cuatro AFP peruanas: Integra, Prima AFP, AFP Habitat y Profuturo AFP. Para la obtención de datos, se utilizaron fuentes secundarias como el Reporte de Cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, información de los estados financieros auditados de las AFP e información de las memorias presentadas por cada empresa a la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV), se obtuvieron 144 observaciones.

Finalmente, los resultados indicaron que sí existe una relación significativa y positiva entre las variables de gobierno corporativo con la rentabilidad de las AFP. La variable de “comisiones cobradas” resultó significativa y positiva, debido a que los ingresos de las AFP provienen principalmente de este cobro. Asimismo, el tener una política de dividendos, especificar si un director es independiente y tener una política

de información con los grupos de interés presentan un impacto positivo esto va alineado a lo trabajado por la SMV. Son aspectos que precisan la transparencia de los directivos hacia los accionistas, los cuales adicionalmente les generan valor y rentabilidad.

Con respecto a la rentabilidad de los fondos, la variable “Comisiones cobradas” por la AFP impacta positivamente, lo cual va en contra a lo esperado. Esto puede deberse a que si la AFP cobra mayor comisión, tendrá más incentivos para rentabilizar el fondo administrado. Asimismo, la variable “participación de directores independientes”, resultó significativa y positiva, ya que pueden considerar fundamental salvaguardar los intereses no solo de los accionistas sino también de los pensionistas. Se recomienda que se implementen algunas reformas en beneficio del pensionista. De lo contrario, seguirán existiendo razones y oportunidades para generar críticas por parte de los usuarios y puedan tener incentivos de retirar su dinero.

Por otra parte, se encontró que los ingresos de las AFP a través de las comisiones cobradas no se ven impactados por el desempeño que estas tengan sobre cada uno de los fondos administrados, es decir, las AFP tienen garantizados sus ingresos independientemente de si generen rentabilidad positiva o no a los pensionistas. Este resultado va en contra de los intereses de los pensionistas y debería implementarse una forma de trade-off entre retorno e ingresos.

Dentro de los resultados más significativos tenemos que las AFP no presentan diferencias estructurales, las 4 empresas presentes en el sistema de pensiones peruano tienen las mismas características. Los directores independientes impactan positivamente en la rentabilidad de la AFP y en la rentabilidad de los fondos administrados por lo que reforzar la independencia del directorio tiene doble impacto positivo. No existe una AFP que presente ventajas significativas sobre otra respecto a la rentabilidad de los fondos, las 4 van alineadas con el promedio de la rentabilidad del sistema, esto se debe a las restricciones de inversión (local e internacional) que tienen estas empresas.

Por último, se sugiere que partiendo del presente trabajo se esperen unos años con el fin de actualizar y agregar nuevos periodos, así volver a realizar el proceso estadístico

y fortalecer los resultados obtenidos. Estos podrían variar con una mayor cantidad de observaciones en un período más largo y podría haber cambios en cuanto a la relación.

El trabajo se desarrolla de la siguiente manera: en el primer capítulo se realiza una introducción al tema detallando los objetivos y los alcances de la investigación, en el segundo capítulo se desarrolla un marco contextual sobre el sistema de pensiones peruano y su evolución durante el periodo analizado. En el tercer capítulo se desarrolla el marco teórico de las variables de gobierno corporativo y el marco regulatorio. En el cuarto capítulo se detalla la metodología utilizada. Y finalmente en el quinto y sexto capítulo, se presentan los resultados y conclusiones del estudio.

CAPITULO I: INTRODUCCION

1.1 Motivación, justificación y contribución

El sistema privado de pensiones ha recibido fuertes críticas por parte de los afiliados durante el 2019, que fue un año en el cual muchos de los fondos registraron pérdidas en sus portafolios. La crítica principal estaba enfocada al conflicto de intereses que existe entre los dueños del fondo y los beneficiarios, ya que el desempeño del fondo no depende de las primas que este percibe.

Las AFP han presentado conflictos desde su fundación. Como en el año 2014, el Ministro de Economía y Finanzas, Luis Miguel Castilla dijo:

“Quisiera reiterar públicamente mi apuesta personal por el Sistema Privado de Pensiones que ha sido tan vapuleado últimamente (...) Quien tenga algo mejor que lo plantee, pero que no implique el Estado, una vez más, tenga que hacerse cargo de la vejez” (Gestión, 2014).

Asimismo en el año 2020, afectados por la pandemia, un grupo de economistas salió a protestar en contra del retiro del 25% de los fondos ya que “habría una caída del precio de los bonos gubernamentales, por ejemplo, encarecería el costo de financiar el Plan Económico del Gobierno para enfrentar el Coronavirus” (Gestión 2020). Esto refleja la controversia pública que existe sobre la eficacia de los fondos para los ciudadanos peruanos.

El Perú es un país con un gran porcentaje de informalidad (73% de la Población Económicamente Activa según el INEI en el 2020), por ello tan solo el 31.2% de la población mayor de 14 años está afiliada a una AFP. Los fondos privados y públicos de pensiones son una necesidad debido al bienestar social que le deberían generar a una economía de libre mercado. Sin embargo, las constantes críticas y discusiones de los políticos en el país acerca de retirar parte del dinero de estos fondos, lo cual lleva a cuestionar el correcto funcionamiento del sistema.

El gobierno corporativo debería funcionar como nexo entre los accionistas y los pensionistas, que son los clientes más importantes y al mismo tiempo los stakeholders que permiten la continuidad de estas empresas. Por ello, ante un servicio que es obligatorio por el estado es necesario que las AFP y su desarrollo, estén perfectamente correlacionado a los retornos que obtienen los pensionistas.

En este sentido, es importante conocer cómo podría impactar en la gestión de estas empresas la implementación de un buen gobierno corporativo que vele por los intereses de los accionistas y a su vez atienda de manera justa a todos sus stakeholders resaltando principalmente a los afiliados.

Estudios previos llevados a cabo sobre gobierno corporativo refuerzan la idea que este puede impactar positivamente en la gestión de la empresa (Krafft, 2013). De esta manera, el presente trabajo de investigación busca aportar a la literatura relaciones cuantitativas significativas entre algunos principios y variables de gobierno corporativo y la rentabilidad de las AFP en el Perú, así como los fondos que estas AFP gestionan. Enfatizando que el proceso para mejorar la relación entre AFP y pensionistas no es eliminando el sistema privado, sino fortaleciéndolo mediante un buen gobierno corporativo que considere los intereses de todos los involucrados.

1.2 Objetivos de la Tesis

1.2.1 Objetivo general

Determinar si el gobierno corporativo impacta positivamente en la rentabilidad de las AFP peruanas y los fondos que gestionan.

1.2.2 Objetivos específicos

- Desarrollar un marco conceptual a partir de la revisión de estudios empíricos que expliquen la aplicación del gobierno corporativo en la rentabilidad de las empresas.
- Establecer la relación entre gobierno corporativo y la rentabilidad de las AFP peruanas entre los años 2012 y 2020.
- Establecer la relación entre la rentabilidad de las AFP peruanas y la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados entre los años 2012 y 2020.
- Determinar la relación entre gobierno corporativo y la rentabilidad de los fondos administrados por las AFP entre los años 2012 y 2020.

1.3 Alcances

El alcance de la investigación es correlacional/explicativa. La investigación se llevará a cabo en el sistema privado de pensiones peruano, se analizarán las AFP y su gobierno corporativo durante el periodo del 2012 al año 2020. La información es de corte trimestral, y las AFP que se analizarán son las siguientes:

- AFP Integra
- Prima AFP
- AFP Habitat
- Profuturo AFP

1.4 Limitaciones

Para el presente estudio se encontraron las siguientes limitaciones:

- Contar con un periodo de estudio acotado de ocho años: 2012 – 2020, principalmente debido a que el 19 de Julio del 2012 se publicó la Reforma del Sistema Privado de Pensiones, Ley N° 29903 (Congreso de la República, 2012). Esta ley buscó consolidar el sistema de pensiones luego de 20 años de su implementación. La reforma incluyó aspectos sobre el nuevo esquema de comisiones, la licitación por 24 meses de los nuevos afiliados al sistema, entre otros (BCRP, 2013).
- El universo de AFP que hay en el Perú es de solo cuatro empresas, por ello se contó con menos observaciones y podría ser complicado encontrar normalidad en la información procesada.
- Durante el análisis se encontró que la AFP Habitat ingresó al mercado peruano en el 2013, luego de ganar la licitación para adjudicarse la cartera de nuevos miembros después de la reforma del sistema de pensiones (Arroyo, 2012). Esto generó algunas observaciones con pérdidas en el ROE (retorno sobre patrimonio) y ROA por un impacto usual al ingresar a un nuevo mercado, mas no debido a una mala gestión.
- Entre los principios de Buen Gobierno Corporativo (BGC) de la SMV no existe alguno sobre la relación con los stakeholders. Sin embargo, en los principios de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), esta relación es de gran importancia. Esta diferencia entre principios es una limitante

debido a la falta de información en la literatura y reportes peruanos sobre gobierno corporativo. Por ello pueden existir interpretaciones inexactas acerca del cumplimiento de buen gobierno corporativo ya que no contempla la relación con uno de sus principales actores, los pensionistas. Asimismo, la encuesta anual de BGC que realiza la SMV, no recoge esta información, por ello en el presente análisis se utilizó una proxy para medir el buen gobierno en los pensionistas.

- No se encontró información disponible que diferencie nominalmente la conformación de la comisión mixta. Identificar las comisiones como un valor nominal resultó muy relevante para el presente análisis. Sin embargo, a pesar de encontrarlo de forma absoluta en el estado de pérdidas y ganancias (EPG) de cada AFP, no se logró desagregar la comisión mixta en comisión sobre flujo y en comisión anual sobre saldo. Se considera que se hubiera enriquecido mucho más la investigación en caso de hacer aquella distinción.
- Falta de literatura sobre la relación entre gobierno corporativo y fondos de pensiones. Esto complicó el análisis debido a la falta de referencias sobre el tema, sin embargo, fue una motivación ya que lo estudiado podría brindar resultados que aporten al estudio de las AFP. Sobre todo en medio de esta crisis política, donde uno de los temas de mayor relevancia son las AFP, y el brindar información acerca de ellas pueden permitir a los diferentes poderes del Estado tomar decisiones más acertadas por el bien de los ciudadanos.

CAPITULO II: MARCO CONTEXTUAL

2.1 Contexto Macroeconómico del Perú Durante los Años 2012 – 2020

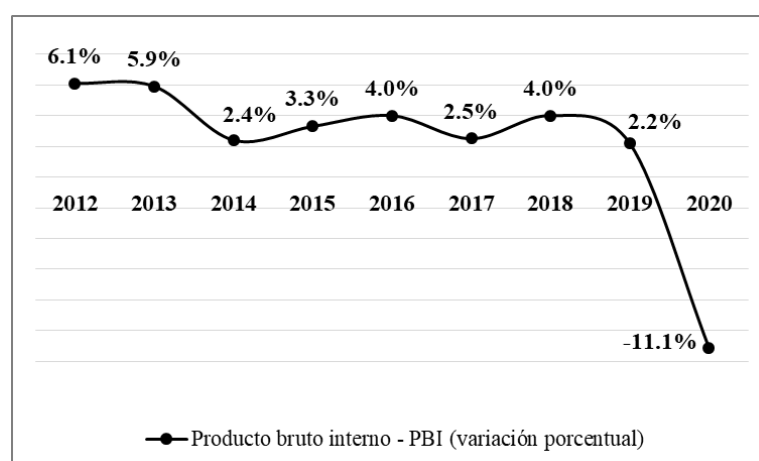
Durante el periodo de estudio, dentro de las variaciones del Producto Bruto Interno (PBI) del Perú, se puede observar tres caídas que fueron influenciadas por diversos factores (Véase Figura 2.1). Empezamos en el año 2012, con un PBI de 6.0% explicado por un incremento en la demanda interna y con menores exportaciones netas dentro de un entorno de menor dinamismo de la economía mundial, que fue afectada por la incertidumbre en torno a la Eurozona y las economías emergentes.

En año 2014, se observa la primera caída del PBI de 2.4%. Fue debido a factores que generaron volatilidad en los mercados financieros como el menor crecimiento de China, el retiro del programa de compra de activos de la Reserva General de los Estados Unidos, la caída del precio del petróleo y eventos geopolíticos.

En el 2017 descendió 2.5% después de verse afectado por El Niño Costero que afectó significativamente la infraestructura del norte del país y por el caso Lava Jato que deterioró la confianza de los inversionistas, lo cual paralizó proyectos de inversión de Asociaciones Público Privadas (BCRP, 2021).

Figura 2.1

Variación porcentual del Producto Bruto Interno 2012 - 2020



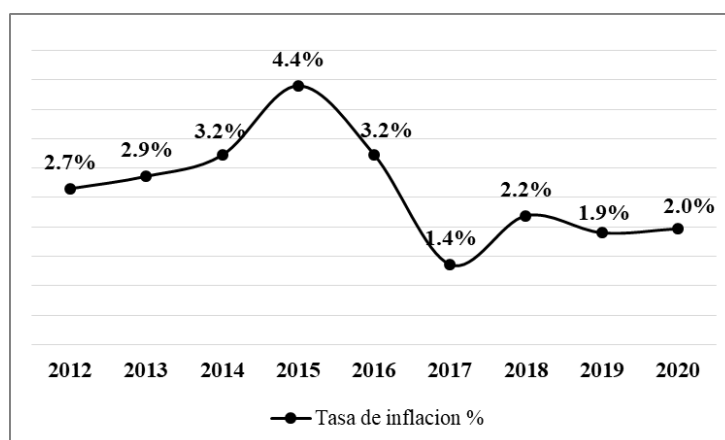
Nota. Fuente: BCRP, series anuales de la gerencia central de estudios económicos. Elaboración propia.

Finalmente en el 2020, se observó la mayor caída del PBI como efecto del COVID-19 en el Perú, ya que el gobierno aplicó una de las cuarentenas más estrictas del mundo para contener los contagios. Por ello, se paralizaron la mayoría de sectores productivos, dejando en operación solo los considerados como esenciales. Esta restricción deterioró significativamente el empleo, la producción y, consecuentemente, las expectativas de los agentes acerca de la evolución futura de la economía peruana. De esta forma, en el 2020 la actividad económica de Perú descendió 11,1%, luego de 21 años de crecimiento continuo (BCRP, 2021).

Con respecto a la inflación, el periodo de estudio empezó en 2.7% en el 2012 a pesar de estar en un entorno de incertidumbre mundial (Véase Figura 2.2). En el 2015 la inflación subió a 4.4% reflejando principalmente las alzas en los precios de alimentos, tarifas eléctricas y de los rubros vinculados al tipo de cambio.

Figura 2.2

Variación porcentual de la Tasa de inflación 2012 – 2020



Nota. Fuente: BCRP, series anuales de la gerencia central de estudios económicos. Elaboración propia.

En el 2017, la tasa regresó al rango objetivo que define el BCRP a un 1.4%, y fue la tasa más baja desde el 2009. Finalmente en el año 2020 la tasa se ubicó en 1.97% situándose en el centro del rango de la meta de inflación del BCRP (entre 1 y 3 por ciento). El contexto de pandemia llevó a que la actividad económica esté por debajo de su potencial y ejerza presiones para un descenso de los precios. Sin embargo, surgieron otros elementos que generaron un alza inflacionaria, tales como los mayores costos

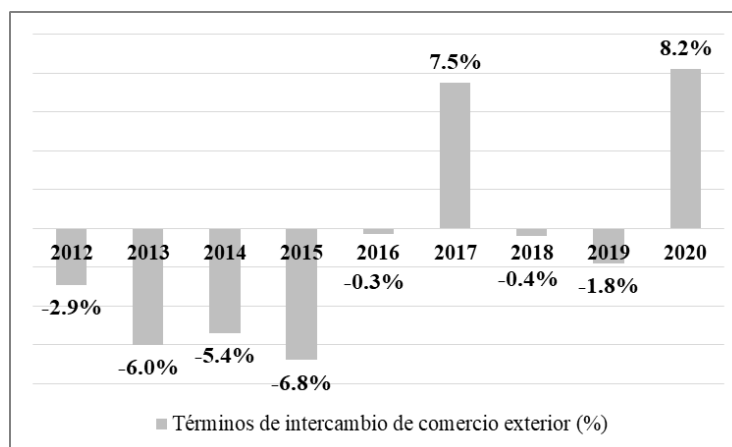
derivados de las medidas sanitarias, menor oferta de algunos alimentos y el incremento del tipo de cambio (BCRP, 2021).

Finalmente, bajo un entorno internacional con incertidumbre, en el año 2012 los términos de intercambio disminuyeron en 2.9% en promedio, debido a caídas en las cotizaciones internacionales de los principales productos de exportación (Véase Figura 2.3).

En el 2015, los términos de intercambio continuaron deteriorándose en 6.8% y acumularon una caída de aproximadamente 20% desde el 2012, todo esto explicado por la caída de los precios del cobre y oro, y por una caída en las importaciones.

Figura 2.3

Variación porcentual de Términos de intercambio de comercio exterior 2012 – 2020



Nota. Fuente: BCRP, series anuales de la gerencia central de estudios económicos. Elaboración propia.

Finalmente, según la memoria anual del BCRP en el 2020, con la economía mundial enfrentada a un choque severo como lo es la pandemia del COVID-19, se incrementaron las cotizaciones de los principales *commodities* de exportación como cobre, oro y café, lo cual llevó a que los precios de exportación aumentaran en 2,7 por ciento en comparación al 2019.

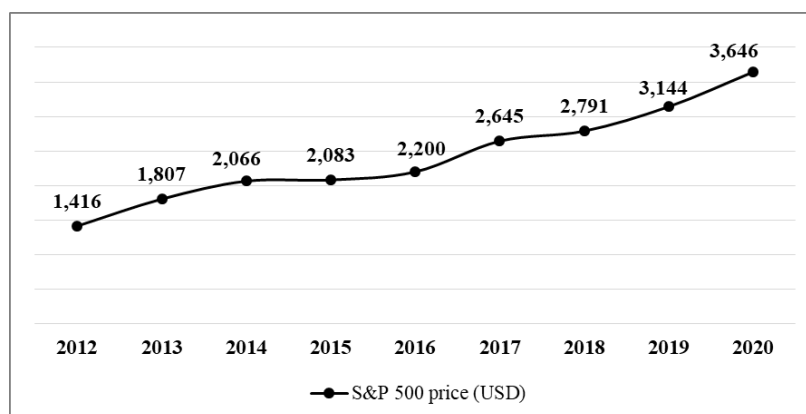
Por otro lado, la caída en el precio de petróleo y de los insumos industriales derivó en una reducción de los precios de importación de 5,1 por ciento. Por ello, los términos de intercambio, definidos como la razón de los precios promedio de exportación e importación, registraron en 2020 el mayor incremento de los últimos diez años.

- **Índice S&P 500**

Con respecto al S&P 500, es un índice que mide las 500 empresas con mayor capitalización bursátil en el mercado de acciones de Estados Unidos, ha venido creciendo durante todo el periodo de estudio (Daks, 2021). El S&P500 ha caído en cantidades significantes muy pocas veces durante el periodo de análisis. Como se puede ver en la figura 2.4, en el 2012 el índice cotizaba en un valor de 1,416 dólares. A finales del 2020, el índice acabó valorizado en 3,646 dólares. Esto refleja que en el lapso de 8 años el índice creció 2.98 veces. Esto demuestra que la economía de Estados Unidos y principalmente las más grandes empresas de este país han gozado de un auge.

Figura 2.4

Precio S&P 500, periodo 2012 – 2020



Nota. Fuente: Yahoo Finance. Elaboración propia.

La caída más fuerte durante todo este periodo de análisis se dio al inicio de la pandemia del COVID-19 cuando el índice estaba en 3,235.66 y luego en tan solo 2 meses cae a 2,498.08 lo que significó que el valor del índice cayó 22.79% (Yahoo Finance, 2021). El problema es que hay muchos estudios que hablan acerca de que el S&P500 está sobrevalorado y el valor de muchas empresas está muy alejado de sus fundamentos financieros (Fortune, 2021). Es importante la mención de este índice porque demuestra que solo invirtiendo en este tipo de instrumento le habría generado un retorno del 12.88% anualmente a un inversionista.

Actualmente, las AFP en el Perú ponen gran parte del dinero de sus pensionistas en acciones de fondos que invierten en instrumentos como este. A pesar de que el mercado

de acciones es riesgoso, el S&P500 es uno de los índices con menor riesgo sistemático debido a que incluye a las empresas más grandes del país con la moneda más importante del mundo.

2.2 Reformas de Pensiones

Según Mesa-Lago (2000), las reformas de pensiones han sido uno de los cambios sociales más importantes del siglo XX para América Latina. Las reformas latinoamericanas influenciaron otras parecidas en varios países de todo el mundo, además generaron polémica por su trascendencia social, económica y política. Asimismo incentivaron a que organismos como el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo, Organización Internacional del Trabajo, entre otros, incluyan dentro de sus agendas los retos para afrontar los sistemas de seguridad social.

Usualmente se refieren a los programas de seguridad social como “públicos”, que son los tradicionales administrados por el seguro social, y los “privados” que son introducidos por la reforma previsional que se inició en Chile. Los programas públicos tienen una cotización no definida, ya que es incierta al estar afectada por la maduración del programa, envejecimiento de la población y cambios en las prestaciones, sin embargo la prestación es definida. Los programas privados tienen una cotización definida porque es fija indeterminadamente, que se va depositando en una cuenta destinada al pensionista y se invierte agregando sus rendimientos. La prestación es indefinida pues al momento de retirar la jubilación, el asegurado recibe una pensión de acuerdo a todo lo aportado.

Mesa-Lago (2004) indica que se siguieron tres modelos de reformas previsionales para Latinoamérica: sustitutivo, paralelo y mixto (Véase Tabla 2.1).

El **modelo sustitutivo** es cuando se deja de permitir nuevas afiliaciones al sistema público y se reemplaza por el privado. Chile fue el primer país en aplicar este modelo en 1981. Posteriormente lo aplicaron países como Bolivia (1997), México (1997) y El Salvador (1998), los cuales determinaron algunas diferencias como otorgarle al asegurado la opción de calcular su pensión de acuerdo al sistema público o privado.

En el **modelo paralelo** se permite el ingreso del sistema privado como alternativa al sistema público que ya existe en el país generando la competencia entre ambos. Perú fue el pionero aplicando este modelo en el 1993, y fue seguido por Colombia en el 1994. En Perú el sistema fue reformado en etapas entre el año 1995 y 1997, de esta forma se impulsó el traslado de los asegurados del público al privado basándose en capitalización parcial colectiva.

En el **modelo mixto** no se cierra el sistema público, se hace una reforma y se le convierte en un complemento del sistema privado. Con el sistema público se le paga una pensión básica (prestación definida) y el privado le paga una pensión complementaria (no definida). Argentina fue quién introdujo este modelo en 1994 y fue seguido por Uruguay (1996), Costa Rica (2001) y Ecuador (2004).

Tabla 2.1

Modelos y características de las reformas de pensiones

Reformas estructurales	Sistema	Cotización	Prestación
Modelo sustitutivo	Privado	Definida	No Definida
Modelo paralelo	Público o	No Definida	Definida
	Privado	Definida	No Definida
Modelo mixto	Público y	No Definida	Definida
	Privado	Definida	No Definida

Nota. Fuente: Mesa-Lago (2004), América Latina: Modelos y características de las reformas de pensiones, 2004. Elaboración propia.

2.3 Sistema de Pensiones Peruano

En el Perú, los beneficios pensionarios nacen desde la concepción de que los trabajadores durante sus años de actividad laboral realizan aportaciones a diferentes sistemas pensionarios con la finalidad de que en un futuro puedan gozar los beneficios que le permitan tener una vida digna. En muchos casos este fondo se formará por el esfuerzo de un trabajador formal durante su época como Población Económicamente Activa (PEA), aproximadamente 40 años (entre 25 y 65 años) o más (Alfaro, 2004).

El diseño del sistema de pensiones peruano actual es el resultado de reformas que se implementaron durante los años ochenta y noventa con el fin de buscar la sostenibilidad financiera del sistema. Estas reformas impulsaron un sistema de capitalización individual que ha contribuido al financiamiento de inversiones productivas de largo plazo, a la estabilidad macroeconómica del país y a limitar los riesgos de sostenibilidad fiscal que presentaba el antiguo sistema de pensiones.

El proceso de reformas resultó en la actual estructura con dos subsistemas principales que son el Sistema Nacional de Pensiones (SNP) y el Sistema Privado de Pensiones (SPP). Existen además regímenes especiales bajo la figura de reparto y beneficios definidos, algunos de ellos son: el Régimen de los servidores públicos, Decreto de Ley N°20530 (Congreso de la República, 1974) y el Régimen de los servidores diplomáticos con el Decreto Supremo 065-2009-RE (Presidencia de la República, 2009). Adicionalmente está el programa de asistencia social llamado Pensión 65 que está orientado a proteger a la población de muy bajos ingresos y está administrado por el Ministerio de Desarrollo e Inclusión Social.

- ***Sistema Nacional de Pensiones (SNP):***

A través del Decreto Legislativo N° 19990 (Presidencia de la República, 1973) se puso a disposición este sistema que está administrado por la Oficina de Normalización Previsional (ONP). El SNP da un beneficio monetario a los peruanos desde los 65 años, cuando termina la vida laboral. Este monto se calcula por el aporte mensual del 13 % del sueldo o ingreso de manera mensual por no menos de 20 años. La pensión mínima es de S/500 y la máxima es de S/892 a todos los asegurados que hayan cotizado este mínimo de 20 años.

- ***Sistema Privado de Pensiones (SPP):***

Este sistema fue creado en 1992, es de capitalización individual, contribución definida y cubre a trabajadores públicos y privados dependientes. A diferencia del SNP, el SPP es operado por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) y está supervisado por la Superintendencia de Banca, Seguros y Pensiones (SBS). El SPP permite el acceso a una pensión de jubilación desde los 65 años sin exigir un tiempo

mínimo como aportante. El monto beneficiado dependerá de la base de aportes que se realizaron y la rentabilidad de la Cuenta Individual de Capitalización (CIC) del afiliado. El monto del aporte mensual es del 10% del sueldo y la AFP cobra una comisión sobre el ingreso mensual y una prima de seguro por invalidez. Se puede recibir una “Jubilación Anticipada Ordinaria” para obtener la pensión de manera adelantada si así lo desea el contribuyente. La ley N°29903 (Congreso de la República, 2012) reformó el SPP e introdujo a partir del 2013 un esquema de comisión por saldo, que cuenta con un periodo transitorio de diez años llamado “comisión mixta”.

La edad legal de jubilación para el SNP y el SPP es de 65 años independientemente del género. Y cada subsistema tiene programas de retiro anticipado diferentes. El SNP ofrece un adelanto de jubilación a partir de los 50 años para mujeres y 55 para hombres. En el SPP existen dos tipos de programas de retiro anticipado, uno ordinario (Jubilación anticipada ordinaria – JAO) que es un beneficio al que pueden acceder los afiliados de al menos 50 o 55 años. Y el programa de pensión anticipada por desempleo (Régimen Especial de Jubilación Anticipada - REJA), que es cuando al cumplir las condiciones de edad antes mencionados se le agrega que esté desempleado por lo menos 12 meses consecutivos.

Ambos sistemas (SNP y SPP) funcionan bajo reglas que no son técnicamente comparables. Una característica del sistema de pensiones peruano que únicamente es compartida en el mundo con el sistema de pensiones colombiano, es que si bien el SNP y el SPP mantienen esquemas diferentes, ambos compiten por dar cobertura al mismo mercado, que son los trabajadores formales dependientes. En el Perú existe la libertad para el traslado de la pensión del sistema público al privado, pero lo contrario solo se admite si se declara la nulidad del proceso (Altamirano et al. 2019).

Esta dualidad en los sistemas genera diversos problemas como la competencia misma que existe por cubrir el mercado, por la complejidad de predicción de sostenibilidad fiscal, complejidad para la planificación del ahorro para el retiro y fragmentación del universo de afiliados, complicaciones para la regulación y supervisión lo cual no genera transparencia para los afiliados, y un alto costo de

oportunidad por la pérdida de oportunidades de diversificación de riesgos entre ambos sistemas si fueran complementarios.

“El sistema de pensiones peruano manifiesta retos en materia de coherencia en el diseño, cobertura, inequidad, sostenibilidad, así como en cuanto a la articulación del entramado institucional del sistema pensional” (Altamirano et al. 2019). Estos retos requieren de nuevas reformas para dar solución a los problemas de una limitada cobertura, baja suficiencia de pensiones, ineficiencias resultantes de la competencia entre el régimen de reparto público y el de ahorro individual, los potenciales riesgos residuales de sostenibilidad fiscal y la mejora del sistema en su conjunto. Muchos de estos retos tienen como origen la informalidad del mercado laboral peruano y son comunes en la mayoría de países de América Latina.

2.4 AFP Peruanas y Tipos de fondos

En el Perú los bancos y compañías de seguros son los propietarios de las AFP. Este negocio presenta sinergias de conocimiento sobre inversiones y riesgos. “Debido a que la recaudación de los aportes con fines previsionales se realiza de forma mensual resulta razonable asumir que esto representa un fondeo sin costo para el banco que posee las cuentas recaudadoras administrativas de las AFP (Mendiola et al. 2012).

A la fecha existen cuatro AFP en el mercado:

- Profuturo AFP
- AFP Integra
- Prima AFP
- AFP Habitat

Tabla 2.2*Cartera administrada por AFP en el Perú*

AFP	2019		2020	
	Cartera (S/ millones)	Participación %	Cartera (S/ millones)	Participación %
Prima	54,211	31.0%	49,790	30.2%
Integra	65,394	37.4%	60,515	36.7%
Profuturo	43,924	25.1%	40,803	24.7%
Habitat	11,294	6.5%	13,768	8.4%
Total	174,823	100.0%	164,876	100.0%

Nota. Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. Elaboración propia.

ProFuturo AFP es una empresa que pertenece al grupo económico de The Bank of Nova Scotia con sede principal en Canadá. En Perú el accionista mayoritario con el 99.9% de las acciones es la Razón Social Scotia Peru Holdings S.A. Actualmente, cuenta con cinco directores, sin embargo, al cierre del año 2020 contaba con siete. De estos siete directores, tres eran independientes. El actual gerente general de esta AFP es Ignacio Aramburú Arias. En el 2020 cerraron con una cartera de 40,803 millones de soles con una rentabilidad de 110.9 millones de soles (Profuturo AFP, 2021) (Véase Tabla 2.2).

AFP Integra SA es una empresa que pertenece al grupo colombiano Sura. Esta empresa tiene dos accionistas que son del mismo grupo pero con diferentes razones sociales y con sedes en diferentes países. Las dos razones sociales que tienen el control de la empresa son Sura Asset Management Peru SA con el 55.8% y Sura Asset Management SA con el 44.2%. Actualmente, cuenta con siete directores, de los cuales dos son independientes. El actual gerente general es Aldo Ferrini Cassinelli que ocupa el cargo desde el 2016. Esta es la AFP con la cartera más grande a nivel nacional, al cierre del 2020 tenía 36.7% lo que representa 60,515 millones de soles en administración. Administrar estos fondos les originó un retorno neto de 127.7 millones de soles (AFP Integra, 2021).

Prima AFP es una empresa que pertenece al grupo económico más importante del Perú, el Grupo de Crédito que tiene el 99.99% de las acciones. Actualmente, cuenta con siete directores, sin embargo en el 2019 llegó a tener nueve pero fue por el reemplazo

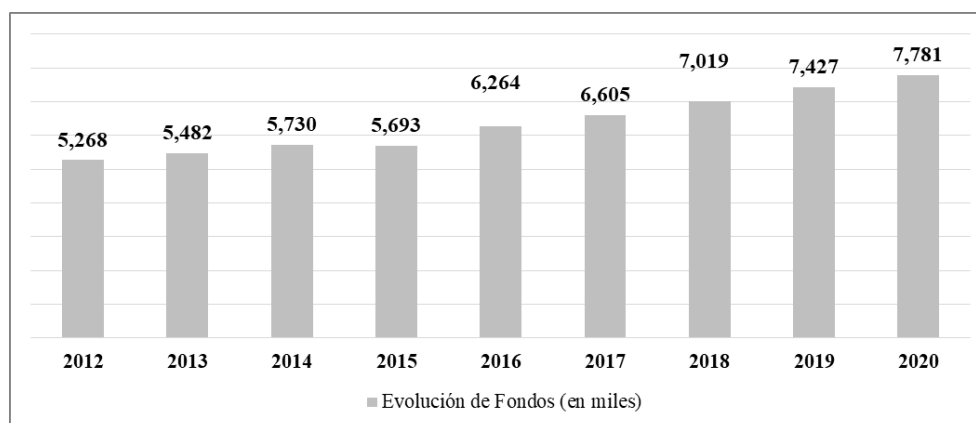
de algunos miembros. Actualmente, cuenta con dos directores independientes. El gerente general se llama Renzo Ricci Cocchella. Al finalizar el 2020 acabó con una cartera de 49,790 millones de soles lo que representa el 30.4% del total de fondos administrados por las AFP. En el 2020, llegó a tener una utilidad neta de 134.6 millones de soles (Prima AFP, 2021).

AFP Habitat S.A. es una empresa fundada el 27 de diciembre de 2012. Inició operaciones en junio de 2013. Tiene un accionista mayoritario con el 99.9% de las acciones que es la empresa Chilena Habitat Andina S.A. Esta empresa también se dedica al manejo de fondos privados de pensiones. Actualmente, cuenta con cinco directores, aunque en el 2013 llegó a tener ocho. De los cinco directores, actualmente tiene tres directores independientes. El actual gerente general se llama Mariano Emilio Alvarez de la Torre Jara y está liderando la empresa desde el 2013. Al 2020, el número de afiliados activos por esta AFP es de un millón usuarios aproximadamente teniendo el 13.09% del total de usuarios del sistema privado de pensiones (AFP Habitat, 2021). Tuvo una utilidad neta de 40.9 millones de soles en el 2020.

En total el número de usuarios de la AFP creció durante el periodo de análisis de este estudio. En el 2012 había 5,268 mil usuarios que habían puesto sus recursos en las AFP (Véase Figura 2.5). Las cuatro AFP llegaron a su pico de afiliados activos en el 2020 con 7,780 mil pensionistas con un crecimiento anual compuesto (CAGR) de 4.9% por año.

Figura 2.5

Evolución de número de afiliados activos 2012 – 2020



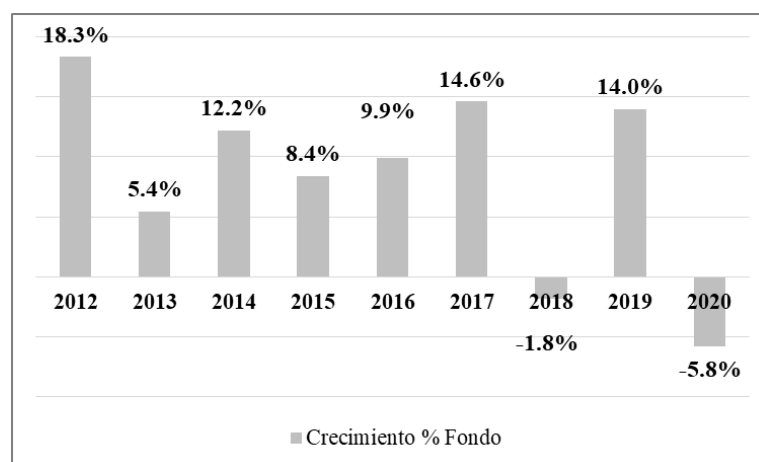
Nota. Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. Elaboración propia.

La cantidad de dinero en los fondos en el 2012 era de 95,907 millones de soles y creció hasta el 2017 llegando a 154,887 millones de soles, es decir un CAGR del 10.06% (Véase Figura 2.6). En el 2018 la cantidad de dinero en los fondos de pensiones cae para luego llegar a su pico en el 2019 con 173,3 millones de soles. Sin embargo, el dinero en estos fondos vuelve a caer en el 2020 llegando a 163,3 millones de soles, debido a las políticas que permiten retirar fondos de las AFP. Durante los ocho años de estudio el CAGR de la cartera de las AFP se mantuvo positivo pero se redujo a 6.8%.

Algunas de las características del SPP en el Perú son: que al 2019 el mercado creció un 6% anual, no hay grandes diferencias en los resultados de los fondos administrados por las AFP, las comisiones se cobran sobre el salario bruto del empleado formal lo que mantiene los ingresos de las AFP a pesar de que tengan pérdidas en los fondos de sus afiliados.

Figura 2.6

Crecimiento porcentual del fondo total 2012 – 2020



Nota. Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. Elaboración propia.

Los tipos de fondo son alternativas de inversión que te ofrece el sistema privado de pensiones (SPP). Hay 4 Tipos de fondos al cual los pensionistas pueden acceder (Véase Tabla 2.3). Estos fondos dependen del nivel de riesgo y retorno al que estos pensionistas quieren estar expuestos, así como a la edad que los pensionistas tienen. Según la Asociación de AFP, actualmente existen cuatro tipos de fondo de pensiones:

Tabla 2.3*Tipos de fondos*

	FONDO 0	FONDO 1	FONDO 2	FONDO 3
Nivel de Riesgo	Menor	Menor	Medio	Mayor
Rentabilidad	Estable	Estable	Media	Alta
Tipo de inversión	100% renta fija	90% renta fija	55% renta fija	20% renta fija
		10% rentable	45% renta variable	80% renta variable
Recomendado	Afiliados con 65 años de edad cumplidos o próximos a pensionarse.	Afiliados de 60 años o próximos a pensionarse.	Afiliados entre 45 y 60 años.	Afiliados hasta los 45 años.

Nota. Fuente: SBS, Asociación de AFP. Elaboración propia.

- **Fondo 0: Protección de capital**

Es un fondo conservador, es únicamente considerado para aquellas personas con 65 años o que ya están en el proceso de jubilación. En promedio el fondo 0 tiene 1.5% de los fondos manejados por todas las AFP. Este fondo 0 tuvo su primer año en el 2016 con un 0.9% de los recursos y llegó a tener el 2.4% del total de la cartera de las AFP en el 2020.

- **Fondo 1: Preservación de capital**

Crecimiento estable con baja volatilidad y tiene un horizonte de inversión de corto plazo y seguro. Obtiene retornos estables y es ideal para los afiliados próximos a jubilarse o que tienen un perfil de riesgo conservador. Tiene menor exposición al riesgo y concentra sus inversiones en instrumentos de renta fija. Es recomendado para afiliados de 60 años o próximos a jubilarse.

En este periodo de análisis el fondo 1 tiene en promedio 11.9% de los ahorros de los usuarios de la AFP. El año con mayor cantidad de ahorros en este fondo fue en el 2020, 14.7%, explicado por la incertidumbre del COVID-19. Mientras que el año en que los pensionistas pusieron la menor cantidad de dinero en el fondo 1 fue en el 2018 con 10.5%.

- **Fondo 2: Mixto**

Este fondo presenta un mayor equilibrio entre rentabilidad y riesgo. Busca un crecimiento moderado con volatilidad media y tendrá un horizonte de inversión de

mediano plazo. Obtiene retornos moderados para los afiliados entre 45 y 60 años o aquellos que están dispuestos a asumir mayor nivel de riesgo que el fondo 1. Concentra sus inversiones en instrumentos de renta fija y variable.

El fondo 2 es el método de ahorro más utilizado por los usuarios de las AFP con un promedio del 71.2% del dinero de los pensionistas durante este periodo de análisis. El año en que menos depósitos hubieron en este fondo fue en el 2013 con 68.2%, mientras que el mayor uso de este fondo fue el 2019 con 74.8% del total de dinero de las AFP.

- **Fondo 3: Apreciación de Capital**

Este es un fondo orientado al largo plazo, alterna períodos de poco y de gran crecimiento. Busca un alto nivel de crecimiento con alta volatilidad y tiene un horizonte de inversión de largo plazo. Obtiene altos retornos para los afiliados jóvenes cuyo horizonte de retiro es lejano o aquellos dispuestos a asumir mayores fluctuaciones en la rentabilidad pensando en el largo plazo. Es más rentable a largo plazo aunque asumiendo un mayor riesgo. Recomendado para personas hasta los 45 años.

El fondo 3, aquel con mayor volatilidad pero en teoría mayor rentabilidad ha tenido en promedio 15.9% de los recursos de los pensionistas. La mayor cantidad de dinero en este fondo fue en el 2012, con 20.1% de los depósitos y el peor año fue en el 2020 que se redujo a 10.5%, resumido por la situación económica del mundo.

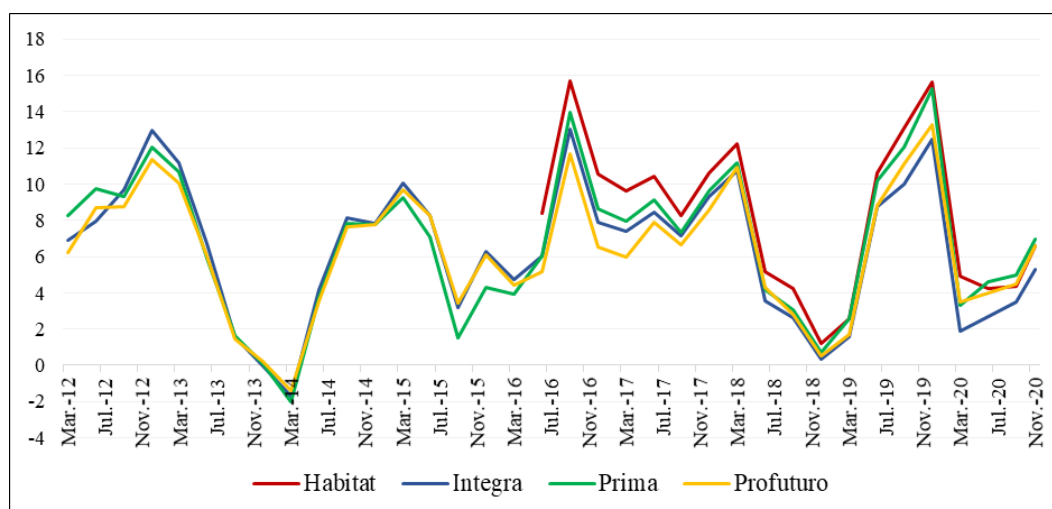
2.5 Evolución de la Rentabilidad de los fondos

La rentabilidad de los distintos tipos de fondo de pensiones es variable, su nivel en el futuro puede cambiar en relación con la rentabilidad pasada. Según lo señalado por la normativa vigente de la SBS, la rentabilidad nominal y real se obtiene de comparar el valor cuota promedio del mes actual con el valor cuota promedio del mismo mes correspondiente a los años anteriores.

A continuación se muestra los evolutivos de la rentabilidad de las carteras administradas, donde se puede observar que al cierre del 2020 hay una recuperación en la rentabilidad nominal con respecto al 2018:

Figura 2.7

Rentabilidad Nominal Anual de los Fondos de Pensiones Tipo 1 (En porcentaje)

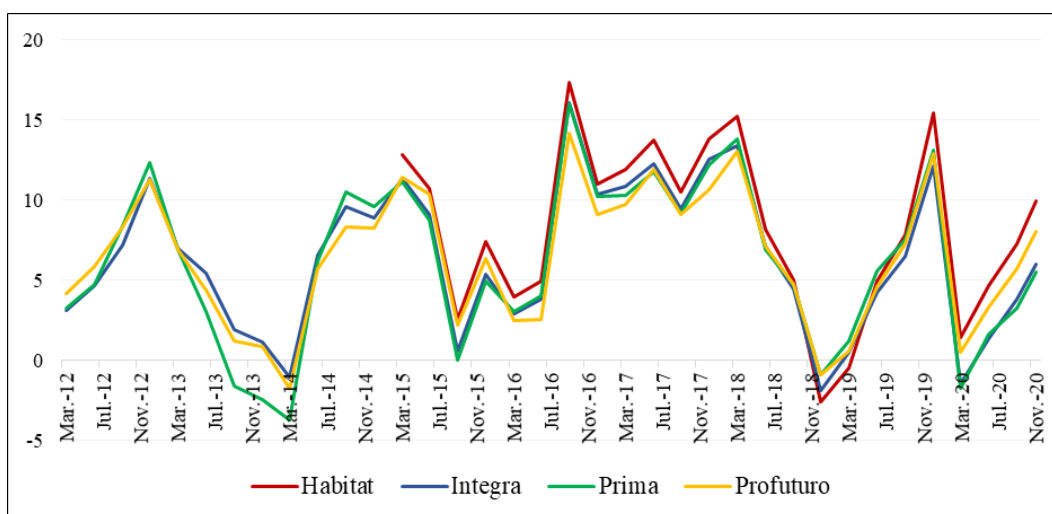


Nota. Fuente: SBS, datos estadísticos del Sistema Privado de Pensiones. Elaboración propia.

Para el periodo entre el 2016 y 2020, en el fondo 1, se aprecia que el líder es AFP Habitat en el mercado peruano durante varios años consecutivos con una rentabilidad nominal acumulada en noviembre del 2019 con respecto a Diciembre del 2018 de 6.6% (Véase Figura 2.7). En promedio se aprecia una tendencia a la disminución de la rentabilidad cada año desde el 2016, sin embargo se recupera en el año 2019 (Superintendencia Banca, Seguros y AFP, 2021).

Figura 2.8

Rentabilidad Nominal Anual de los fondos de Pensiones Tipo 2 (En porcentaje)

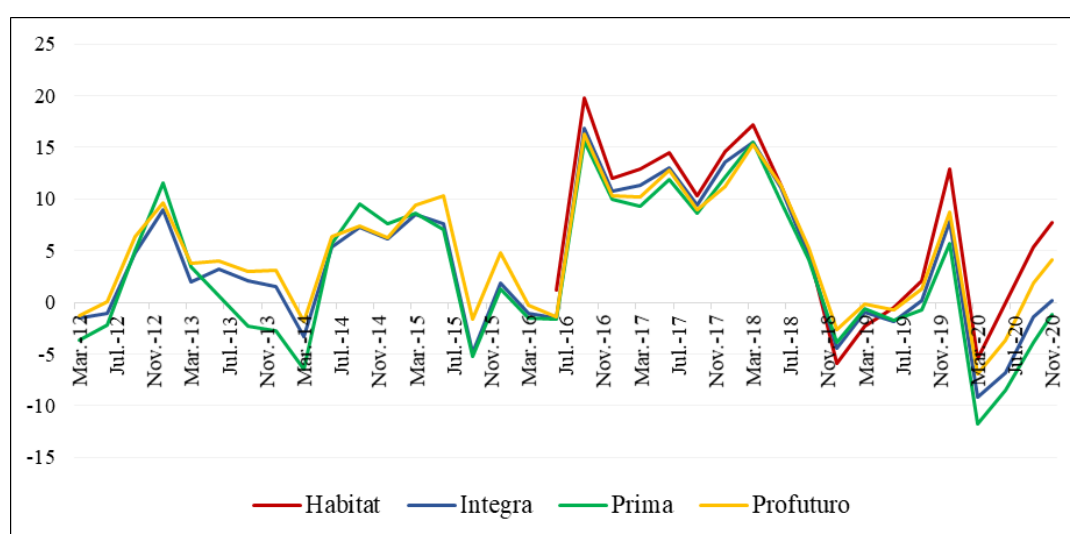


Nota. Fuente: SBS, datos estadísticos del Sistema Privado de Pensiones. Elaboración propia.

En la Figura 2.8 se observa el comportamiento de la rentabilidad nominal anual del fondo tipo 2. En noviembre de 2020, la rentabilidad nominal anual de los fondos 1, 2 y 3, descendieron registrando una disminución de 7.5, 6.1, y 6.3 puntos porcentuales respectivamente, con respecto a la rentabilidad registrada en diciembre de 2019. A pesar de esto, se puede observar una recuperación de los fondos 1, 2 y 3 con respecto a la rentabilidad alcanzada en setiembre de 2020 (Superintendencia Banca, Seguros y AFP, 2021).

Figura 2.9

Rentabilidad Nominal Anual de los fondos de Pensiones Tipo 3 (En porcentaje)



Nota. Fuente: SBS, datos estadísticos del Sistema Privado de Pensiones. Elaboración propia.

El fondo tipo 3 es el fondo más riesgoso (Véase Figura 2.9), se aprecia una rentabilidad nominal acumulada en negativo para AFP Integra y AFP Prima en el año 2020, asimismo superan a los resultados del 2018 que fue el año de menor rentabilidad para las otras AFP desde el 2012. Esto debido al incremento de los metales y al fenómeno del niño en los primeros meses del año (Superintendencia Banca, Seguros y AFP, 2021).

2.6 Evolución de la Rentabilidad de las AFP

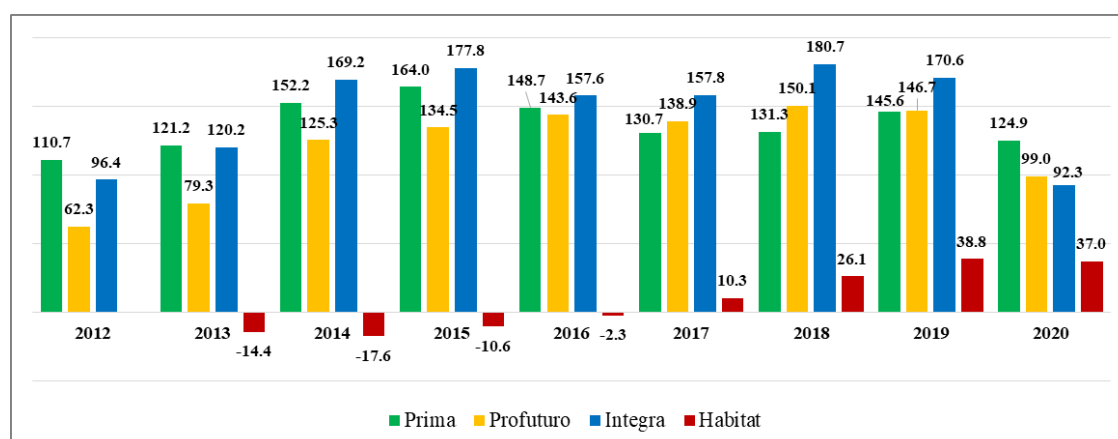
La rentabilidad de tres de las cuatro AFP ha sido siempre positiva durante el periodo de análisis. AFP Integra, la de mayor participación de cartera, ha tenido históricamente una mayor rentabilidad que el resto, con excepción del año 2012, 2013 y 2020. El pico

más alto de AFP Integra, así como el de Profuturo fue en el año 2018 donde llegaron a tener una rentabilidad de 180.7 millones de soles y 150.1 millones de soles respectivamente (véase Figura 2.10).

En el 2018, el desempeño de los fondos no fue el mejor, a pesar de que los primeros dos trimestres tuvieron buenos resultados, la segunda parte del año tuvo un deterioro. Esta incongruencia entre los resultados de los fondos y de la rentabilidad de las AFP es una de las razones de los reclamos de los usuarios (Superintendencia Banca, Seguros y AFP, 2021).

Figura 2.10

Utilidad Neta de las AFP 2012 – 2020 (en millones de soles)



Nota. Fuente: SBS, datos estadísticos del Sistema Privado de Pensiones. Elaboración propia.

En el caso de Prima AFP del Grupo Romero, el mejor año para esta empresa fue en el 2015 cuando tuvo una rentabilidad de 164 millones. Esta empresa ha tenido el mejor desempeño en 3 años del periodo de análisis en el 2012 y 2013 y vuelve a tener la mejor rentabilidad en el 2020 con 124.9 millones de soles. Prima AFP es la única empresa que durante el periodo de análisis siempre ha obtenido rentabilidades por encima de 100 millones. El rango de la utilidad neta obtenida por Prima durante el periodo de estudio es desde 110.7 millones a 164.4 millones (Superintendencia Banca, Seguros y AFP, 2021).

Por otro lado, AFP Habitat al ingresar al mercado en el 2013 estaba expuesto a tener una rentabilidad negativa, propio de incursionar en un nuevo país. El peor año de

esta empresa fue en el 2014 donde tuvo una pérdida de 17.6 millones de soles. Para luego ir reduciendo su pérdida hasta el año 2017 donde empieza a tener resultados positivos. El pico de esta empresa fue en el año 2019 cuando reportó 38.8 millones en utilidades netas. Fue la AFP que sufrió menos por el COVID debido a que solo redujo su rentabilidad en 1.8 millones, obteniendo 37 millones de soles.

CAPITULO III: MARCO TEÓRICO

3.1 Gobierno Corporativo

Empresas del tamaño de Olympus, Petrobras, Enron, Royal Dutch, Siemens y Volkswagen han tenido diversos problemas debido a un mal Gobierno Corporativo. Esto les ha generado grandes pérdidas, crisis reputacional e incluso algunas de ellas han quebrado (Larcker, 2020). El Gobierno Corporativo se basa en una serie de principios y reglas que liderados correctamente permiten que las malas prácticas e incluso delitos como por ejemplo fraudes contables o problemas de agencia, no sucedan.

Deloitte (2021) describe el Gobierno Corporativo como:

“Un conjunto de normas, principios y procedimientos que regulan la estructura y el funcionamiento de los órganos de gobierno de una empresa. (...) Establece las relaciones entre la junta directiva, el consejo de administración, los accionistas y el resto de partes interesadas, y estipula las reglas por las que se rige el proceso de toma de decisiones sobre la compañía para la generación de valor”.

Por ello, un enfoque organizado y práctico de Gobierno Corporativo es de suma importancia aplicado a cualquier negocio, porque realmente se concentra en la generación de valor debido a que vela por el interés de los accionistas y otros stakeholders. En el caso de las AFP, donde se relacionan gerentes, accionistas e incluso pensionistas, este sistema de buenas prácticas debería generar incluso una mayor cantidad de externalidades positivas. El uso óptimo del Gobierno Corporativo en las AFP podría mostrar un sistema más transparente, recibir menos críticas y beneficiar de la mejor forma a accionistas, pensionistas y la población nacional en general.

3.1.1 Antecedentes del Estudio

La crisis del COVID-19 causó un gran golpe en las familias peruanas a nivel económico y de salud. Esta crisis tuvo también un impacto en las AFP. Este impacto se vio desde diversos ángulos, por ejemplo, las críticas que recibieron algunas AFP al querer pagar dividendos o también fueron afectadas por diversas leyes que debatiblemente buscaban otorgarle dinero a los pensionistas en el momento de crisis a expensas de los ahorros que estas personas podrían utilizar en el futuro. Toda esta crisis

realizó la percepción de la ciudadanía y de los políticos de que el sistema nacional de pensiones no estaba acorde al beneficio de sus contribuyentes. Son tan discutibles los fundamentos de este sistema de pensiones que en menos de un año de pandemia surgieron debates y normas refiriéndose a las AFP. Entre ellos están el retiro de fondos y la ley impulsada proponiendo aportes a un fondo de riesgo compartido. Sin embargo, las AFP defendieron los beneficios de este sistema de pensiones a través de sus distintos medios de difusión.

Castillo (2020) define la problemática de las AFP basándose en tres pilares:

“i) La resistencia de las AFP a que algo cambie para mayor beneficio de los afiliados; ii) Por el conocido y evidente malestar de muchos afiliados que no quieren y no creen en el sistema porque sienten que les quitan buena parte de sus ingresos que no volverán a ver hasta la vejez, cuando ellos podrían darle mejor uso en el presente; o iii) Por la ojeriza de varios sectores políticos y sociales”.

Desde el enfoque de Buen Gobierno Corporativo se observa que la problemática de las AFP es la mala gestión. Es por ello que este estudio tiene como objetivo demostrar los beneficios de incorporar el Buen Gobierno Corporativo en situaciones donde existan desacuerdos entre accionistas y stakeholders.

3.1.2 Origen de Gobierno Corporativo

El gobierno corporativo nace como una problemática en las empresas debido a la separación de la propiedad y el control (Wells, 2010). Esta es una respuesta a la teoría de agencia, donde la empresa debe ser manejada por el interés y beneficio de los accionistas y no de los gerentes o de la plana ejecutiva que lidera la empresa. Adam Smith (1776), uno de los principales economistas de la economía de mercado, manifestaba la duda sobre el éxito de una compañía con gerentes distintos a los accionistas, debido a que los gerentes no iban a ser igual de vigilantes con el dinero de otras personas.

Posteriormente, la gran depresión de Wall Street enfatizó la necesidad de responsabilidad y transparencia de los gerentes hacia los accionistas porque las decisiones tomadas no fueron las más óptimas (Muñoz, 2011).

En los años 70, en Estados Unidos, las prácticas de buen manejo corporativo toman mayor protagonismo por la falta de responsabilidad de los directores y accionistas ante actos de sobornos y mal manejo de las cuentas por la plana gerencial en distintas compañías (Cheffins, 2011). Esto conllevó a diferentes audiencias y normas donde se propuso la presencia de directores externos y comités de auditoría.

3.1.3 Teoría de Agencia (Agency Theory)

La teoría de agencia es cuando hay una separación entre el principal (los dueños de una compañía) y el agente (sus gerentes). Esto puede resultar en que los gerentes o aquellas personas que toman decisiones, vean el beneficio propio y vayan en contra de los accionistas u otros grupos de interés externos (Larcker, 2020). Esta teoría resulta en los costos de agencia, que en otras palabras son los costos que los accionistas asumen debido al manejo de una empresa en beneficio de los ejecutivos.

La teoría de agencia tiene otros dos problemas: la selección adversa, cuando se elige a un agente o representante que no se adecua al perfil solicitado, y el riesgo moral, cuando los agentes actúan pensando en el beneficio personal (Ganga, 2015). Estos problemas, conllevan a que las organizaciones no puedan lograr los mejores resultados operativos y económicos. Es por ello que el Gobierno Corporativo funciona con prácticas que permiten un mayor control, monitoreo y reglas que logran que las empresas tengan mejores resultados financieros, sociales, entre otros en el corto y largo plazo. Hay diversas estrategias que se implementan para que los costos de agencia se vean reducidos, como brindarle acciones a los diferentes directivos, darles bonos alineados a los resultados de los accionistas o simplemente liderar muy buenas auditorías internas y externas.

3.1.4 Teoría de Stakeholders (Stakeholders Theory)

Los negocios pueden ser entendidos como un conjunto de relaciones entre grupos de interés que tienen alguna interacción para obtener un beneficio. Estos incluyen a clientes, proveedores, empleados, accionistas, bancos, comunidad, pensionistas y gerencia (Freedman, 2007).

Estos conforman los stakeholders que son “cualquier grupo o individuo que puede afectar o ser afectado por la consecución de los objetivos de la empresa” (Argandoña, 1998). La teoría de los stakeholders expone que una organización tiene la obligación de brindar beneficios a la sociedad por encima de la generación de valor a los accionistas, por ejemplo brindando buenas condiciones laborales, mitigando el riesgo hacia sus deudores o entregando el mejor servicio posible a sus clientes o pensionistas.

Por ejemplo, en Marzo de 2020 la AFP Prima del grupo Romero decidió pagar dividendos, lo que fue criticado por la prensa y el público en general. Esto refleja un mal manejo de la teoría de stakeholders ya que los directores de la AFP no se percataron que era inadecuado pagar dividendos, en un momento en el que muchos pensionistas veían como sus fondos perdían valor día a día debido a la pandemia (Andina.pe, 2020).

Otro ejemplo peruano es la minería, si hubiera un mayor énfasis en la teoría de stakeholders, quizás varios proyectos ya podrían estar encaminados. Esto generaría mayor rentabilidad para las empresas mineras, pero al mismo tiempo mejores servicios y calidad de vida para los pobladores y agricultores aledaños a los campos mineros, resultando en una mayor cantidad de externalidades positivas para todos los involucrados.

3.1.5 Teoría de la Dirección (Stewardship Theory)

“Steward” es un término en inglés que traducido significa mayordomo. A diferencia de la teoría de agencia, esta se enfoca en que el agente no va a actuar en interés propio, sino por la motivación intrínseca de hacer las cosas bien y por un sentido del deber (Torfing, 2020). Esta teoría habla de las bondades de empoderar a los gerentes y darles esa flexibilidad de tomar decisiones, debido a que esa motivación los llevará a generar organizaciones exitosas y como resultado maximizar los retornos para los accionistas. El resultado final de esta teoría es que el CEO o gerente general también sea el presidente del Directorio, concentrando el poder y la autoridad en una sola persona.

3.1.6 Teoría de Dependencia de Recursos (Resource Dependence Theory)

Esta teoría expone cómo un buen manejo de gobierno corporativo puede resultar en la generación de recursos. Esto implica particularmente tener directivos y gerentes que con su experiencia y conexiones puedan contribuir a la generación de valor de la empresa (Udayasankar, 2008). Por eso, es muy importante elegir a los directores indicados.

Pfeffer, uno de los distinguidos académicos especializado en el tema, manifiesta cómo los Directorios permiten que las empresas minimicen su dependencia con otros actores y que al mismo tiempo generen más recursos (Hillman, 2009). Esta teoría habla de la necesidad de tener directores que sean ricos en recursos, los cuales incluyen contactos, experiencias, conocimiento, habilidades, etc. Estos directivos claves generan un gran valor en cualquier empresa.

3.2 Marco Regulatorio

3.2.1 Principios del Gobierno Corporativo

Son los lineamientos y guías para el funcionamiento del buen gobierno corporativo en las empresas, evidenciando prácticas claras de autorregulación y autodeterminación. Estos surgieron a partir de la fuerte demanda por fortalecer estas prácticas ya que los accionistas esperaban una mayor participación en los órganos administrativos de las sociedades. Sin embargo, el gobierno corporativo pasó a tener mucha más importancia a raíz de la crisis asiática de fines del siglo pasado, resultado de lo cual se generaron nuevos enfoques e instrumentos de gobierno corporativo (SMV, 2013).

“La adopción de prácticas de buen gobierno corporativo por parte de las sociedades, promueve un clima de respeto a los derechos de los accionistas y de los inversionistas en general; contribuye a generar valor, solidez y eficiencia en las sociedades; trae consigo una mejor administración de los riesgos a los cuales se encuentran expuestas; facilita el acceso al mercado de capitales; (..) , así como a un mayor y mejor acceso a fuentes de financiamiento y de inversión a largo plazo; entre otras ventajas. Asimismo, la experiencia ha demostrado que en la medida que exista mayor transparencia e información, mayor es la confianza que desarrollan los inversionistas en los mercados. Las prácticas de buen gobierno corporativo ayudan a mitigar las fallas que existen en los mercados financieros por la asimetría de información.” (SMV, 2013)

La OCDE señala que estos principios deben ser revisados constantemente contemplando cambios que se puedan presentar en el contexto empresarial. Asimismo, para que las sociedades se mantengan competitivas en el mundo, se debe innovar y adaptar prácticas de gobierno corporativo con el fin de aprovechar las oportunidades que se presentan.

3.2.2 Principios de Gobierno Corporativo Propuestos por la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos – OCDE

La OCDE emitió su primera declaración de principios en 1999, apoyada en los avances de la teoría económica acerca de los problemas de agencia y de asimetrías de información. El objetivo del gobierno corporativo es generar “confianza, transparencia y responsabilidad para lograr inversiones de largo plazo, estabilidad financiera, integridad en los negocios y lograr mayor crecimiento y sociedades inclusivas” (OCDE, 2015).

Desde el inicio se refleja que los principios de la OCDE tiene un fin enfocado no sólo en los accionistas sino también en los stakeholders, por ende están basados en la teoría de agencia y de stakeholders. Un buen gobierno corporativo puede generar mayor empleo, un mejor mercado de capitales y en general el desarrollo de una sociedad más próspera. Estos generan los correctos incentivos para que los diferentes actores que incluyen a los accionistas, directores, gerentes e intermediarios financieros se rijan en base a un marco de referencia.

Los principios definidos por la OCDE son:

I) Consolidación de la base para un marco eficaz de gobierno corporativo

Los países requieren marcos de gobierno corporativo que incluyen aspectos sobre la legislación, regulación, compromisos voluntarios, relaciones contractuales y prácticas del negocio que sean específicos a la tradición, cultura e historia de los países (OECD, 2015). Este marco tiene que hacer énfasis en la oportunidad que genere desarrollo de negocios internacionales, emprendimiento, cooperación y que limite la excesiva regulación y burocracia.

Es crucial, que este marco se desarrolle sobre un propósito de flexibilidad que permita que las corporaciones gocen de nuevas oportunidades, generen valor y puedan utilizar sus recursos de la mejor manera. Debido a que el gobierno corporativo encapsula varios ámbitos de regulación de un país, es necesario que haya autoridades y normas claras para que se respete y haya una mejor ejecución de la dirección liderados con un pilar clave como el buen gobierno corporativo.

II) Derechos y tratamiento equitativo de los accionistas y funciones de propiedad clave

La información empírica evidencia que los accionistas mayoritarios disfrutaban de beneficios de control que resulta en mayores retornos a expensas de los accionistas minoritarios (Enriques, 2009). Efectivamente, este principio de la OCDE requiere que todos los accionistas, sin importar el porcentaje de participación tengan un tratamiento equitativo. Es imposible que los accionistas puedan manejar un negocio a base de referéndums, entonces ellos deben elegir a una junta de directores, que luego elegirá a la plana gerencial y será la plana los que gestionarán la continuidad del negocio. Esta plana gerencial tiene que ver el beneficio de todos los accionistas y no solo de los mayoritarios. Una forma de reflejar que este principio se está controlando es permitiendo que los accionistas minoritarios puedan imponer “acciones judiciales y recursos administrativos contra los directivos o los miembros del Consejo de Administración (...) sin demora excesiva” (OECD, 2015).

Los derechos fundamentales de los accionistas son los siguientes:

- Registrar su derecho de propiedad mediante un método seguro
- Ceder o transferir sus acciones
- Obtener información pertinente y relevante sobre la sociedad de forma oportuna y periódica
- Participar y votar en las Juntas Generales de Accionistas (deberían tener las normas, el procedimiento del voto y la información adecuada para poder tomar la mejor decisión, incluyendo la fecha, la ubicación y la agenda.)
- Elegir y destituir a los miembros del Consejo de Administración
- Participar en los beneficios de la sociedad

Por los derechos antes descritos, los accionistas deberían tener la oportunidad de generar una relación de diálogo y transparencia con el Directorio de tal manera que puedan consultar sobre la auditoría externa, poner algunos asuntos en la agenda, dar su voto en la elección de los directores, discutir temas acerca de las políticas de compensación de los directores o de la plana ejecutiva principal.

Otro aspecto importante, es que exista transparencia sobre el valor y las distintas clases de acciones que tiene la empresa. Ya que hay empresas que tienen diferentes clases y dentro de cada clase deberían tener el mismo valor. Por ejemplo en Estados Unidos como Google, Facebook, Snapchat y Lyft tienen diferentes clases en su estructura de capital (Baran, 2020).

III) Inversores institucionales, mercados de valores y otro intermediarios

Este punto es de suma importancia para el estudio realizado debido a que expone la necesidad de que los inversionistas institucionales informen acerca de sus políticas de gobierno corporativo.

“Cuando los inversores institucionales hayan elaborado y divulgado una política de gobierno corporativo, su aplicación eficaz requiere que también se le asignen recursos humanos y económicos adecuados para cumplirla conforme a las expectativas de sus beneficiarios y sociedades de cartera (OCDE, 2015).”

Este punto describe la importancia del gobierno corporativo en las AFP debido a que actúan como fiduciarios del patrimonio de los pensionistas. Por ende, debería tener claros los objetivos de los accionistas, pero a la vez buscar los mejores resultados para los pensionistas. Este principio también describe la importancia de que los inversores institucionales comuniquen la forma en que gestionan los conflictos de intereses, especialmente cuando influyen en los derechos de propiedad de los inversionistas (los pensionistas y las AFP).

IV) El papel de los actores interesados en el ámbito del gobierno corporativo

El éxito de un negocio depende de que todas sus partes incluyendo accionistas, empleados, acreedores, proveedores, clientes y la sociedad en general, actúen permitiendo la generación de valor. Por lo tanto, la cooperación entre los diferentes grupos es fundamental para el éxito a corto y largo plazo de la compañía.

Los principios de gobierno corporativo enfatiza la necesidad de trabajar con todos los grupos de interés, es decir describe la necesidad de la teoría de “stakeholders”. Uno de los mecanismos que enfatiza estos principios de la OCDE es que se permita la participación de los trabajadores, y que estos tengan mecanismos para denunciar faltas éticas o algo que perciban ilegal. Los encargados que reciban esta información, deberían ser independientes o parte de una comisión de auditoría o ética.

V) Divulgación de información y transparencia

Es sumamente importante que la información de estados financieros y resultados sea comunicada de manera oportuna. De acuerdo a la legislación y a la organización, esta debe ser presentada trimestralmente. Asimismo se debe brindar la información necesaria para que los accionistas puedan comprender el desempeño del negocio, pero al mismo tiempo sin divulgar información que le pueda quitar competitividad a la empresa.

La información material para los accionistas incluye:

- Resultados financieros y de explotación de la empresa.
- Los objetivos de la empresa e información no financiera.
- Los grandes accionistas, incluidos los beneficiarios efectivos y los derechos de voto.
- La retribución de los miembros del Consejo de Administración y de los altos directivos.
- Información relativa a la cualificación de los miembros del Consejo de Administración, como si son miembros de otras juntas directivas y si son independientes.
- Operaciones con partes vinculadas.

- Factores de riesgos previsibles.
- Cuestiones relativas a los empleados y otros actores interesados.
- La estructura y políticas del gobierno corporativo.

Toda esta información será revisada por una empresa auditora independiente de mucha competencia y experiencia. Además tiene que reflejar los resultados reales de la compañía, que permitirán tomar las decisiones correctas. Estos auditores le tendrán que responder a los accionistas y tienen que actuar con la diligencia del caso.

VI) Las responsabilidades del Consejo de Administración

El Consejo de Administración o Junta de Directores tienen como enfoque garantizar la estrategia corporativa y el modelo de negocio que permita que los ejecutivos puedan tomar las mejores decisiones para la empresa. Son los que eligen a la plana gerencial, pero que también son los que les tienen que rendir cuentas a los accionistas. Son los responsables del control y monitoreo del “performance” del negocio.

Otra responsabilidad clave es que los objetivos de la gerencia estén alineados a los objetivos de los accionistas, para evitar la teoría de agencia. Finalmente, son responsables de los procesos más importantes de una compañía, como la compensación de los gerentes, que los estados financieros sean hechos de manera diligente con total transparencia y que se cree un sistema de renovación de directores.

3.2.3 Principios de Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas Propuestos por la SMV

De acuerdo al Código de Buen Gobierno Corporativo de la SMV (2013) se resaltan una serie de pilares a seguir para incrementar la eficacia económica, potenciar el crecimiento del país y fomentar la confianza de los accionistas. Cabe resaltar que a diferencia de los principios de la OCDE, el pilar de compromiso con los stakeholders, no está presente en el documento propuesto por la SMV. Este es un pilar fundamental

al momento de analizar la coyuntura actual de los fondos de pensiones privados en el Perú.

Son cinco pilares los que conforman el Código de Buen Gobierno Corporativo:

- **Pilar I: Derechos de los accionistas**

Este Pilar engloba varios aspectos acerca del derecho de los accionistas. Estos incluyen paridad de trato a los accionistas de la misma clase sin asimetrías de información, que de acuerdo al tipo de clase tengan derecho a voto y participen de la Junta General de Accionistas.

Otro principio es la no dilución en la participación del capital social. En cualquier actividad que afecte el derecho de no dilución de los accionistas (ampliación de capital, fusiones, entre otros) tiene que haber la opinión de un asesor independiente nombrado por el Directorio.

Asimismo, se habla acerca de la transparencia y necesidad de recibir la información material en forma oportuna por los accionistas. Existe adicionalmente el derecho a comunicación y a expresar su opinión sobre el desarrollo de la sociedad. También es importante que haya una política de dividendos y que esta establezca claramente los criterios de distribución de utilidades. Esta política debe ser difundida entre los accionistas, como también por otros medios tanto físicos como digitales.

También debería haber mecanismos anti-absorción, así como en los casos de ofertas públicas de adquisición (OPA). Deberían existir políticas para que los accionistas participen en la prima que se pague por adquirir el control de la sociedad. Y finalmente, este pilar menciona el arbitraje requerido para la solución de controversias entre accionistas, así como la impugnación de acuerdos de la Junta General de Accionistas o del Directorio.

- **Pilar II: Junta General de Accionistas**

La Junta General de Accionistas es el órgano soberano y supremo de la sociedad. El estatuto reconoce y atribuye con claridad las funciones de la Junta General de Accionistas en el gobierno de la sociedad y en el control de los administradores.

Las condiciones y procedimientos relacionados con la participación y el ejercicio de los derechos de los accionistas así como los procedimientos para el nombramiento

de los miembros del Directorio se especifican en el Reglamento de la Junta General de Accionistas, el que tiene carácter vinculante y su incumplimiento conlleva responsabilidad.

La sociedad establece mecanismos de convocatoria que permiten establecer contacto con los accionistas, particularmente con aquellos que no tienen participación en el control o gestión de la sociedad. Además incluyen en su Reglamento de Junta General de Accionistas mecanismos que permiten a los accionistas ejercer el derecho de formular propuestas de puntos de agenda a discutir en la Junta General de Accionistas.

La sociedad define procedimientos para el ejercicio del voto, de forma tal que resulten accesibles y simples a los accionistas. La sociedad tiene habilitados los mecanismos que permiten al accionista el ejercicio del voto a distancia por medios seguros, electrónicos o postales, y que garanticen que la persona que emite el voto es efectivamente el accionista. La sociedad no limita el derecho del accionista a delegar su voto. La sociedad cuenta con procedimientos en los que se detallan las condiciones, los medios y las formalidades a cumplir en las situaciones de delegación de voto y pone a disposición de los accionistas un modelo de carta de representación. En dicho documento se incluyen los datos de los representantes, los temas para los que el accionista delega su voto y, de ser el caso, el sentido de su voto para cada una de las propuestas.

La sociedad, a través de un área o funcionario responsable, realiza el seguimiento de los acuerdos adoptados por la Junta General de Accionistas y emite reportes periódicos al Directorio. Los reportes se encuentran a disposición de los accionistas.

- **Pilar III: El Directorio y la Alta Gerencia**

El Directorio debe estar compuesto por un número de miembros necesario para un desempeño eficaz y que posibilite la formación de comités especiales. Con el fin de tener diversidad de opiniones y enfoques, el Directorio está conformado por personas con diferentes competencias, con prestigio, ética, independencia económica entre otras cualidades.

La función del Directorio es establecer metas y planes de acción, aprobar y dirigir la estrategia corporativa, supervisar la gestión, así como encargarse del gobierno y administración de la sociedad. Asimismo existe un reglamento que contiene políticas y procedimientos para su funcionamiento, y un plan de trabajo que contribuye a la eficiencia de sus funciones.

- **Pilar IV: Riesgo y Cumplimiento**

El Directorio es responsable del sistema de control interno y externo, de supervisar su eficacia e idoneidad. Además definir roles, responsabilidades y de aprobar una política de gestión integral de riesgos. Cuenta con un Comité de Auditoría, el cual actúa con autonomía y tiene como funciones la evaluación permanente de la información financiera y la verificación del cumplimiento normativo.

- **Pilar V: Transparencia de la información**

Se establece una política de información para los accionistas, inversionistas, demás grupos de interés y el mercado en general, con los lineamientos, estándares y criterios que se aplicarán en la distribución de la información generada por la sociedad. Con respecto a los estados financieros y memoria anual, la sociedad se ciñe a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Y en un informe anual, se divulgan los estándares adoptados en materia de gobierno corporativo.

3.2.4 Evaluación Cualitativa de los Principios de Gobierno Corporativo en Perú

Para preservar los ingresos de los pensionistas en un futuro es importante que el gobierno corporativo de las AFP sea más estructurado, con más balances y sistemas de control para tratar temas de conflicto de interés (World Bank, 2004). Es por ello que en base a un análisis liderado por el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional (FMI) se dictaminan las siguientes condiciones y mejoras que se puede hacer en diferentes pilares del Gobierno Corporativo en el Perú.

- **Pilar 1: El Derecho de los Accionistas**

La SMV debería exigir que las empresas hagan una Junta General de Accionistas anualmente. También, los accionistas con un mínimo de 5% de participación en la empresa deberían poder proponer temas en la agenda, la cual sería distribuida y leída por todos los accionistas previos a la junta. Las clases, reglas y beneficios de cada acción deberían estar claros para los accionistas. Adicionalmente, las AFP podrían nominar a un director independiente, lo que posiblemente conllevaría a un correcto manejo de gobierno corporativo.

- **Pilar 2: El Trato Igualitario de los Accionistas**

Uno de los grandes problemas no cubiertos actualmente por las corporaciones peruanas es el mal manejo de información privilegiada. La SMV cumpliendo su facultad como ente regulador, debería salvaguardar el mercado, evitar irregularidades y asegurar la correcta comunicación de la información, a pesar que es asimétrica y genera la ineficiencia de los mercados. Adicionalmente, los accionistas minoritarios deberían tener acceso a toda la información y cuando tengan una mayor representación, poder cuestionar decisiones.

- **Pilar 3: Rol de los “Stakeholders” en el Gobierno Corporativo**

Este es el pilar con el que no cuentan los principios propuestos por la SMV. Enfocarse en el rol de los diferentes stakeholders beneficiaría directamente a las AFP, al no existir normas o principios que regulen los beneficios de otros interesados, permite que los pensionistas no sean tomados en cuenta por los directores o accionistas en la toma de decisiones. Por el lado de los trabajadores, normalmente las empresas sí tienen mecanismos para salvaguardar sus intereses y puedan denunciar irregularidades.

- **Pilar 4: Información & Transparencia**

Hay normas establecidas que indican que se debe divulgar la pertenencia de acciones en una empresa independientemente si es una persona natural o un grupo empresarial.

La SMV, debería capacitar a su personal para no solo revisar el cumplimiento de presentar la información, sino que se hagan análisis para que los reportes contengan resultados adecuados en beneficio de los accionistas, inversionistas y acreedores.

- **Pilar 5: Responsabilidades de la Junta Directiva**

Este pilar enfatiza la importancia de los directores y sus facultades. Se menciona que ellos deben estar capacitados para tomar decisiones en beneficio de los accionistas. Adicionalmente, se expresa que la existencia de directores independientes aseguraría una gestión imparcial, y la generación de comités de auditoría o compensación que permitan un manejo eficiente de la empresa.

3.2.5 Reporte sobre el Cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas

En el 2013, la SMV publicó el “Reporte sobre Cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las sociedades peruanas” (véase Tabla 3.1), logrando que los emisores inscritos en el registro Público del Mercado de Valores reporten al mercado si han adoptado o no, prácticas de buen gobierno corporativo a través de una encuesta que consta de 88 preguntas (ver Anexo 1). Se espera que todas las empresas listadas la reporten, ya que es un indicador de solidez y eficiencia en las sociedades, además de transmitir que tienen una mejor administración de riesgos.

El cuestionario mide cada principio y se evalúan en base a los siguientes lineamientos: evaluación y explicación. En evaluación se marca SI o NO en caso cumpliera con el principio expuesto. En explicación se detalla las razones por las cuales no se adoptó el principio o si la respuesta fuera afirmativa, profundizar cómo se implementó.

Tabla 3.1

Encuesta Buen Gobierno Corporativo - Número de preguntas

Pilares	Número de preguntas
Pilar I - Derechos de los accionistas	14
Pilar II - Junta General de Accionistas	15
Pilar III- Directorio y Alta Gerencia	40
Pilar IV- Riesgo y cumplimiento	13
Pilar V - Transparencia de la información	6
Total	88

Nota. Fuente: SMV. Elaboración propia.

3.3 Variables de estudio

3.3.1 Variables de Gobierno Corporativo

- **Tamaño del Directorio**

El Directorio es el encargado de liderar a la empresa a través del desarrollo de objetivos y la forma cómo alcanzarlos. De acuerdo a Fama, Zahra y Pearce (1989) se encarga de la supervisión, control y toma de decisiones en la empresa. En investigaciones previas se concluye que existe una correlación positiva entre número de directores y rentabilidad, entre las cuales están las de Bennedsen (2008) y Van de Berghe y Levrau (2004).

De acuerdo a Pucheta-Martinez (2015) el tamaño del consejo de administración se asocia positivamente con la creación de valor, pero hasta cierto punto, ya que llegado a este el incremento de un miembro adicional en el Consejo de Administración disminuye la creación de valor de la empresa.

- **Presencia de directores independientes**

Balbi (2017) señala que el director independiente constituye uno de los pilares de las buenas prácticas del gobierno corporativo y en este sentido para que un miembro del consejo de administración sea calificado como independiente no debe percibir un salario de este, ni hacer gestión diariamente de la misma, no debe tener relación alguna con la plana gerencial o con los accionistas mayoritarios de la empresa, la mayor parte de sus ingresos deben proceder de fuentes diferentes a la empresa a la cual asesoran.

Según Gutierrez y Sáez (2012) el poder de los directores independientes será mayor en la medida que la sociedad sea de capital abierto que en una controlada por un solo accionista o por un grupo de estos. Al existir un accionariado atomizado, el consejo administrativo estará dominado por una mayoría estable, por lo que el voto del director independiente no será determinante.

Los antecedentes estudiados señalan resultados mixtos sobre esta variable, You (1986) y Ezzamel y Watson (1993) concluyeron que el número de directores

independientes impacta positivamente en la rentabilidad de la empresa; sin embargo, Al-Saidi y Al-Shammari (2013) concluyeron lo contrario.

Por otro lado, con respecto a si se declara o no que los directores son independientes, es importante entender esta variable debido a que Prima AFP y Profuturo AFP en varios años responde a la pregunta referente a este tema en la encuesta de Buen Gobierno Corporativo que emite la SMV a las empresas, con un NO. Son las dos AFP que pertenecen a un banco. Pero justamente, son las dos que tienen muchos directores que los llaman independientes, cuando en muchas ocasiones estos directores son parte del grupo en diferentes empresas. Esta ambigüedad entre lo que declaran como director independiente hace que esta variable sea pertinente.

- **Política de Dividendos**

El dividendo es: “parte del beneficio de una empresa que decide repartir entre sus accionistas. Es, por lo tanto, una renta que recibe el accionista por ser propietario de la empresa” (CaixaBank, 2020). Los dividendos son una de las dos formas en que el accionista puede materializar el retorno de su acción, siendo el otro la apreciación del valor de la acción que él tenga. Por ende, la política de dividendo y su revisión demuestran la intención de los accionistas y los directivos de transparencia y adicionalmente la intención de ambos stakeholders de recibir retorno el próximo año. Como había sido mencionado en el marco teórico, AFP Prima recién comenzada la pandemia reveló que iba a repartir dividendos, lo cual fue muy criticado por sus afiliados y la prensa teniendo que revertir esta decisión. Esto refleja lo importante y sensible que es este tema, especialmente en un producto que beneficia al accionista a las expensas del pensionista.

Hay dos modelos de predicción de la cantidad de dividendo que se va a dar. El primer modelo es el “outcome” que se basa en que los pagos por dividendos son mayores cuando hay flujo de caja y cuando los derechos de los accionistas son fuertes, en otras palabras el pago de los dividendos está relacionado a un buen gobierno corporativo. Por otro lado el modelo de sustitución habla de que hay una relación negativa entre la gobernanza y el pago de dividendos (O’connor, 2012). Las empresas y directivos deciden pagar dividendos para poder darle una sensación ficticia de

tranquilidad a los accionistas y que sus trabajos no corran peligro. Otros estudios dicen que las empresas maduras con mayor liquidez y pocas inversiones van a tener un gran interés en pagar dividendos, para poder reducir los costos de agencia, asociados a un flujo de caja libre (Brockman & Unlu, 2010).

Al analizar el mercado de las AFP, donde el mayor gasto tendría que hacerse en agencias, marketing o tecnología para capturar nuevos afiliados y mejorar los servicios parecería que una política de dividendos estaría ligada a un mejor desempeño para los accionistas. Por ello, se espera que esta variable esté relacionada positivamente al ROA de las AFP. En cuanto al pensionista y sus fondos, se espera que una revisión de la política de los dividendos también debería tener un retorno positivo debido a que les permite dar un feedback y estar atentos sobre qué esperan los accionistas y si esto tiene relación con lo que está sucediendo con sus fondos. De cierta manera trabajan como observadores.

- **Reportes periódicos**

A pesar de que las cuatro AFP en el Perú están controladas en más de un 99% por un grupo de poder peruano o foráneo (Cabezas, 2018), el acto de emitir reportes periódicos al Directorio demuestra transparencia y es una buena práctica de Gobierno Corporativo. Hay estudios que prueban que las empresas con mayor transparencia en sus prácticas financieras y de contabilidad, que revelan todos los hechos e información material a los accionistas, tienen mejor desempeño financiero comparando con empresas con poca transparencia (Bijalwan & Madan, 2013).

La transparencia y divulgación son elementos cruciales del gobierno corporativo, debido a que proveen la base para decisiones cruciales de accionistas, “stakeholders” e inversionistas potenciales en relación a la asignación de capital, transacciones corporativas, desempeño y control financiero (Fung, 2014).

Hay análisis en la industria australiana por ejemplo que concluyen que empresas con mejor gobierno corporativo tienden a divulgar mayor información, por ende mayor transparencia (Beekes and Brown, 2006). Lo que puede ocasionar la menor transparencia es que puede ocultar el interés propio de las decisiones de la gerencia que

va en contra de los intereses de los accionistas (Shleifer and Vishny, 1986). Sin embargo, hay otros estudios que hablan sobre resultados inconclusos en la evidencia entre la asociación de la divulgación de la información y un buen gobierno corporativo (Magdy, 2016). Hay muy poca evidencia empírica y limitaciones sobre el efecto en conjunto de la calidad de la divulgación de la información y la estructura de gobierno corporativo en el valor de una compañía (Magdy, 2016).

A pesar de que la literatura es mixta con relación a este tema. La teoría habla sobre la transparencia como un pilar fundamental en el gobierno corporativo. Es por ello que la hipótesis inicial es que a mayor transparencia, se debería tener un impacto positivo en el ROE y ROA de las AFP, así como en el desempeño de los fondos. Por lo tanto, a pesar que estos fondos de pensiones son manejados cada uno por un grupo de poder, la práctica de emitir reportes, demuestra gobernanza corporativa y debería tener un impacto positivo en los pensionistas y en los futuros nuevos socios minoritarios.

- **Definición de la estrategia corporativa por el Directorio**

Según Azmy, Anggreini, & Hamim (2019), el Directorio tiene como función directa la formulación e implementación de las estrategias corporativas y políticas que la empresa seguirá en un corto o largo plazo, además tienen la responsabilidad de integrar las áreas funcionales y divisionales de la empresa, y equilibrar los ciclos de planificación y control. Esto tiene como fin generar un buen performance para la empresa, y actualmente los directores le prestan más atención a estas actividades ya que se ha originado un aumento de expectativas por parte de los accionistas.

Según el estudio de Hambrick & Mason (1984), bajo el alcance de la teoría de la elección estratégica, las empresas con mejores estrategias logran niveles más altos de desempeño financiero. Y según Andrews (1986), la participación activa del Directorio y los gerentes, tendrá mejores efectos en la empresa porque se verificará las suposiciones hechas por los gerentes al promover decisiones estratégicas, generando mayor control, seguimiento y logrando mejores resultados.

En cuanto al impacto de las actividades de toma de decisiones estratégicas por parte de los miembros del Directorio en el desempeño de la empresa, Lynch (1979) al analizar

dos organizaciones durante un periodo de dos años y medio, encontró una mayor rotación de ingresos y ganancias cuando los miembros del Directorio aumentaron su participación en actividades estratégicas.

Por otro lado en un estudio por Pearce II y Zahra (1991), en el que participaron 139 empresas de Fortune 500, se encontró que existe una relación positiva entre los Directorios participativos y las ganancias por acción de las empresas. Argumentaron que en una "junta participativa", tanto los directores como los directores ejecutivos tienen el mismo poder y, al trabajar juntos, pueden canalizar sus energías y habilidades para desarrollar estrategias explícitas que mejoren el desempeño de la empresa.

De manera similar, en un estudio que involucró a 42 empresas de las industrias de biotecnología, hospitales, textiles y otras actividades diversificadas de empresas Fortune 500, Judge y Zeithaml (1992) al utilizar el método estadístico LISREL, encontraron una relación positiva entre la participación de la junta en el proceso de decisión estratégica y el rendimiento medio de los activos de las empresas.

Por lo anterior mencionado, se espera que la existencia de una participación activa del Directorio, así como la definición y toma decisiones estratégicas, generará mejores resultados y rentabilidad para las AFP y por consiguiente para los pensionistas. Ya que se genera un mayor control sobre riesgos, seguimiento continuo y mejor performance.

- **Cumplimiento de las funciones del auditor interno**

Según Asare (2009), la auditoría interna es una actividad involucrada en asesorar a las empresas sobre cómo lograr mejor sus objetivos a través de gestión de riesgos y la mejora del control interno. Implica el empleo de una metodología sistemática para analizar los procesos comerciales o problemas organizacionales y recomendar soluciones.

El alcance de la auditoría interna dentro de la empresa puede incluir varias actividades relacionadas con el control interno, como la revisión de la eficiencia de las operaciones, la confiabilidad de los informes financieros, la investigación de fraude, la evaluación de riesgos, la protección de activos y el cumplimiento de las leyes y

regulaciones. Estas actividades por lo tanto, brindan seguridad sobre la efectividad del ambiente de control interno de las empresas y se pueden identificar oportunidades para mejorar el desempeño.

Según Muchiri & Jagongo (2017) la auditoría interna al proporcionar servicios a la dirección en todos los niveles, mejora el gobierno corporativo de las empresas. En su estudio el objetivo fue medir el efecto del gobierno corporativo y del comité de auditoría en el desempeño financiero. Los hallazgos del estudio indicaron que la relación entre la existencia de la función de auditoría interna y el desempeño financiero era insignificante. Es decir, la existencia de auditoría interna no influye en la rentabilidad y el retorno de la inversión.

También Dogo (2001) en su estudio estableció que la existencia de los sistemas contables en la empresa no garantiza registros financieros adecuados y actualizados. El estudio también estableció que las prácticas de control contable, como la auditoría interna de una empresa, juega un papel clave en su éxito, ya que evita posibles desviaciones de los objetivos. Sin embargo, no se pudo establecer la influencia de auditoría interna sobre desempeño financiero.

Por otro lado, Hermanson y Rittenberg (2003) dedujeron que la existencia de la función de auditoría conduce a un desempeño organizacional superior. Prasad y Rao (1989) expresaron una idea similar. Observaron que el auditor interno salva a la organización de malas prácticas e irregularidades lo cual ayuda a garantizar un alto nivel de productividad y ganancias.

Asimismo, KPMG (2002) estableció que la función de auditoría interna y el desempeño financiero tienen una asociación positiva. Aplicaron una encuesta a 201 altos ejecutivos de empresas en los Estados Unidos, y encontraron que la existencia de la auditoría interna en las organizaciones contribuye significativamente a la mejora del desempeño y a la identificación de oportunidades de mejora de las ganancias.

A pesar de que los resultados encontrados en la bibliografía son mixtos, en el presente estudio se espera que ante un mejor cumplimiento y desempeño del auditor

interno frente a sus funciones, se obtenga una mayor rentabilidad en las APF y los fondos.

Por otro lado, con respecto a la pregunta relacionada a este tema en la encuesta de Buen Gobierno Corporativo de la SMV, son Profuturo AFP y AFP Habitat las que en algunas ocasiones responden con un NO. La pregunta va directamente ligada a que el auditor interno vea correctamente que la normativa está siendo respetada. Se podría interpretar que algunos bancos delegan este trabajo al auditor externo, mientras que otros toman mayores medidas de gobernanza al ejercer este control desde el auditor interno.

- **Tiene política de renovación de auditor independiente**

El auditor es una parte fundamental del Gobierno Corporativo, debido a que es una característica importante de transparencia para los accionistas y otros stakeholders de la compañía (Rahman, 2018). Al renovar al auditor externo la empresa se vuelve más transparente y los costos de agencia se reducen, debido a que los accionistas así como otros jugadores pueden recibir una información más variada. Inclusive en los principios de la SMV se habla de que máximo cada cinco años deberían cambiar al auditor independiente (SMV, 2013). De nuevo, el hecho de tener esta política documentada y efectivamente realizarla muestra transparencia de parte de los directores hacia los accionistas e incluso los pensionistas.

Hay evidencia empírica que habla acerca de que una mayor calidad en la auditoría externa conlleva con mejores retornos (Balsam, 2003). El proceso de auditoría tiene la función de monitorear y reducir los problemas de agencia (Chan, 1993). Hay análisis que hablan sobre como la manipulación de resultados está más presentes en empresas que utilizan a una de las Big 4 (Deloitte, PwC, KPMG y EY) que con empresas auditoras pequeñas (Alves, 2013). Esto se ve reflejado fácilmente en la serie de escándalos que han sucedido en empresas grandes. Al punto en que las empresas listadas en la Bolsa Portuguesa no tienen impacto significativo entre el manejo de resultados y la existencia de auditores externos.

En el estudio se espera que con esta política habría mayor independencia a pesar de que en las cuatro AFP el control está concentrado en una sola empresa. Por ende, un resultado positiva en la proxy a esta pregunta debería afectar positivamente al ROA y el retorno de los fondos. Esto podría reflejar como el Buen Gobierno Corporativo resulta en resultados positivos en las tres variables estudiadas.

- **Explicaciones del auditor externo a los accionistas**

Los auditores externos son aquellos responsables de verificar que la información presentada en los estados financieros refleje la condición real de la compañía. Estos auditores deberían discutir y comunicar al comité de auditoría la calidad, aceptabilidad y los principios de contabilidad que utilizan sus clientes (Lin & Hwang 2010). Esta variable describe la necesidad de tener auditoría externa, pero más importante aún el proceso para que está llegue a divulgarle información a los accionistas de una manera oportuna. La auditoría externa funciona como un mecanismo de gobernanza que evita el conflicto de intereses que puede existir entre la información real de la compañía, versus lo que se le entrega a los accionistas por la visión de los gerentes. Es un mecanismo que permite que los accionistas reciban una mayor cantidad de información real y útil. Lo que provee los auditores externos es de darle mayor credibilidad a los reportes presentado por una empresa (Manita. R, Elommal. N, Baudier. P & Hikkerova.L, 2020).

Hay estudios como los de Fooladi y Abdul Shukor (20212) que demuestra una relación positiva significativa entre aquellas empresas que han sido auditadas y el retorno en las empresas. Es decir a mejor calidad de la auditoría, los resultados operativos de la empresa deberían ser mejor. Una auditoría externa debería brindarle a los usuarios externos confianza y precisión sobre la información financiera de las distintas compañías (Bratten, 2013). La información de estas auditorías permiten a la gerencia tomar las decisiones correctas en el momento adecuado, inclusive al punto de prever la quiebra de una empresa (Cenciarelli, 2018). El auditor externo tiene la función de ser un garante de que las decisiones que se vayan a tomar por los diferentes actores contengan la mejor información posible. Esta información no sólo tiene que ser trasladado a la gerencia, sino también a los accionistas. Como consecuencia estas

empresas deberían también contar con los canales de comunicación que permitan que esta información llegue a los actores adecuados para beneficiar el resultado de las AFP.

Se piensa que un resultado positivo en este indicador debería permitir que las AFP aumenten en rentabilidad, así como la rentabilidad de los fondos crezca. Esto quiere decir que el indicador de auditoría externa tendría un efecto positivo en la rentabilidad de los accionistas y pensionistas. La auditoría externa, es un pilar fundamental de buenas prácticas de gobierno corporativo debido a que permiten que terceros revisen que la información presentada tenga validez y estén hechos de manera adecuada. Sin embargo, siempre hay que considerar que los empleados y gerencia tienen el suficiente conocimiento del negocio y pueden encontrar huecos en la norma. Esto puede causar que aún con una auditoría puedan encontrarse situaciones de fraude o de “Earnings Management.”

- **Política de información**

La política de información como otras variables analizadas está muy relacionada a la transparencia y a la existencia de una política de comunicación que resulte en un Buen Gobierno Corporativo. Sin embargo, hay estudios que mencionan que hay puntos mixtos sobre la relación significativa o insignificante entre la transparencia y el desempeño de la compañía (Muy y Yap, 2019). Es por ello, que incluso hay estudios que se enfocan en la importancia de los fondos de pensiones en el mundo y como estos deberían exigir que haya transparencia en la divulgación de la información (Hebb, 2006).

La transparencia asegura decisiones de inversiones apropiadas y le permite a los diferentes stakeholders acceso a la información de la compañía (Hebb, 2006). La literatura emergente genera evidencia de una relación positiva entre la calidad de la información de contabilidad financiera y el desempeño económico (Rodriguez, 2012). Por ende, no es solo importante que esta información esté disponible para aquellas personas que la necesiten sino que la información sea idónea para poder tomar decisiones.

La información adecuada e idónea pueden permitir que las empresas encuentren oportunidades de inversión, que los gerentes o directores elijan aquellos proyectos que generen rentabilidad a la empresa y que se reduzcan las asimetrías de información (Larcker, 2020). Es necesario que la información correcta sea divulgada a los accionistas y otros grupos de interés ya que les permitirá tomar decisiones más óptimas y generar mejores resultados. Por ende, se espera que habría un impacto positivo de esta variable en el retorno de las AFP, así como también en el fondo de los pensionistas. La transparencia debería reducir los costos de agencia, que viene inherentes de la separación de control y propiedad (Williamson, 1985).

3.3.2 Variable de Rentabilidad

Para analizar la rentabilidad de las AFP se ha tomado como variable de rentabilidad al retorno de los activos (ROA).

- **ROA**

El ROA o rentabilidad económica mide qué tan bien se están utilizando los activos sin considerar el costo para financiarlos. Relaciona el beneficio generado por la empresa con la inversión sin hacer distinción de los recursos propios o de terceros. Para López (2014), la rentabilidad económica mide la capacidad de generar rentas capaces de remunerar a propietarios y prestamistas conservando el capital económico de la misma, como también, de gestión de inventarios.

3.3.3 Variables de control

- **Producto Bruto Interno (PBI)**

El PBI es “el valor de los bienes y servicios finales producidos durante un periodo de tiempo en un territorio” (IPE, 2021). Abarca solo el producto final para evitar el conteo doble sobre el valor de los productos o servicios que se utilizan para producir esos bienes. En general, es una medida macroeconómica que mide el desempeño del país. En el caso particular de este estudio se analiza desde la perspectiva de crecimiento trimestre a trimestre.

El crecimiento del PBI significa que la economía del país está progresando. Mientras que si el PBI decrece significa que la economía del país se está desacelerando, en teoría hay más pobreza en el territorio a nivel absoluto. Hay estudios como el de Singh, Mehta & Varsha (2010) que muestra una relación significativa entre el PBI y el retorno de las acciones en Taiwan. El efecto es positivo en las empresas grandes y negativo en las empresas pequeñas, pero en promedio el efecto es positivo. Este estudio conlleva a inferir que los fondos de pensiones deberían también desempeñarse positiva y significativamente en el caso de que el PBI de un país creciera, principalmente porque parte importante de las inversiones está en acciones de las empresas más grandes que cotizan en el mercado nacional. Otro estudio que analiza el efecto de las variables macroeconómicas en el desempeño de los fondos mutuos de Ghana describe que el PBI entre otras variables tiene un efecto significativo y positivo en el desempeño financiero de los fondos mutuos (Gyamfi, Addai & Kwasi, 2021). Debido a esto se cree que el efecto va ser positivo en el retorno de las AFP así como en el retorno de los fondos.

- **S&P 500**

La segunda variable de control es el S&P 500. Esta variable mide el índice ponderado de las 500 empresas más grandes de Estados Unidos. Al ser un índice ponderado significa que las empresas con mayor valor bursátil tienen mayor participación en este índice (Daks, 2021). El índice va cambiando cada trimestre dependiendo de cuáles son las 500 empresas más grandes.

Este índice es un buen proxy del desempeño de la economía de Estados Unidos. Como en el caso del PBI peruano, este estudio toma la variable como el porcentaje de crecimiento o decrecimiento entre trimestre a trimestre. Se utiliza esta variable de control, debido a que las AFP tienen permitido invertir hasta el 50% de los recursos en el exterior. Perú es el país de la región donde los fondos de pensiones invierten más en acciones, con una colocación del total de sus activos de 51.3% muy por encima del siguiente país en la región, Colombia (39.3%).

Adicionalmente, el 39.1% del total de la cartera de las AFP está en acciones del extranjero (Gestión, 2019). Esto significa que el 76.21% del dinero invertido en acciones, está en acciones foráneas. Por eso se utiliza el S&P500 para reflejar que gran

parte del dinero invertido por las AFP están afuera del país. Las hipótesis presentadas describen que ante un buen desempeño del S&P500 el retorno de los fondos será positivo. Esto se explica debido a que uno de los principales activos de la cartera de los fondos son acciones de empresa grandes en Estados Unidos, como en otros países del mundo. Si las acciones suben, el desempeño del fondo debería estar correlacionado positivamente, por ende, también debería tener resultados positivos. También el estudio cree que debería guardar el mismo comportamiento positivo con los resultados de las AFP.

3.3.4 Relación entre los stakeholders con la Rentabilidad de los fondos Administrados por la AFP. Comisiones Cobradas

En muchos países de la Europa Central como Polonia y en países Latinoamericanos los fondos de pensiones al ser obligatorios, son administrados por instituciones financieras que pueden tener conflictos de intereses (OECD, 2009). Esto es ocasionado por poco interés en temas de pensiones. Lo que resulta en que los diferentes fondos de pensiones incurran en campañas de marketing, gastos de administración y cobros por comisión que no mejoran el desempeño de los fondos.

En el mercado formal peruano, es obligatorio formar parte de un fondo de pensión, así sea el público o el privado. Por ende, la comisión puede ser una forma de medir el trato al stakeholder externo. En este caso el principal stakeholder de una AFP es el pensionista. Un impacto positivo en el pensionista tiene un efecto domino en la sociedad, por ende afecta positivamente a otros stakeholders como el Gobierno o la población en general. Por ende, al analizar el efecto que tiene las comisiones en la rentabilidad y en el retorno de los diferentes fondos, estamos analizando el performance de las AFP y su foco en su stakeholder principal, sus pensionistas.

En el sistema de AFP hay dos tipos de comisiones. La comisión sobre la remuneración que es básicamente “el equivalente a un porcentaje de la remuneración mensual del afiliado” (AFP Integra, 2019). La otra comisión existente es la comisión mixta, que es utilizada de forma predeterminada desde el primero de junio de 2013. Esta comisión mixta tiene dos componentes, una comisión por saldo y otra comisión por

flujo. En diez años lo que se quiere lograr es que la composición sea netamente por saldo y no por flujo.

El Directorio y los accionistas tienen un impacto en la decisión que tomen sobre la comisión que cada AFP va a cobrar. Si el interés está enfocado en el retorno para los accionistas y pensionistas, deberían ver la mejor forma de cumplir con ambos stakeholders. Es importante entender que desde la formación del sistema privado de pensiones han cambiado mucho las comisiones que se cobraban, se han reducido, pero aun así las críticas al sistema siguen existiendo.

Para el presente estudio, se está incluyendo la variable Comisiones Cobradas por las AFP como proxy de la relación con los stakeholders. La relación sería que a menor comisión el resultado en los accionistas va ser menor. Y por el contrario, si la comisión es menor, el resultado en los pensionistas va a ser mayor. Por ello, para que la comisión sea efectiva tiene que ser un punto medio para que ambas partes estén bien.

3.3.5 Relación de Gobierno Corporativo y Rentabilidad

Dentro del sector financiero existen limitadas investigaciones referentes al impacto del gobierno corporativo en la rentabilidad de las empresas, el enfoque ha sido más a sectores no financieros. Estas investigaciones sugieren que implementar buenas prácticas de gobierno corporativo genera mayor valor para los accionistas. Con la implementación de un gobierno corporativo bien definido se reducen riesgos como el problema de agencia y asimetrías de información.

Las AFP con mejores esquemas de gobierno corporativo pueden ver reducidas sus comisiones y sus costos con ello trasladarían menores costos a los afiliados y se incrementaría la rentabilidad por ambas partes.

Según Burneo y Lizarzaburu (2016) en un estudio peruano, encontraron que hay una relación positiva entre las empresas que realizan buenas prácticas de gobierno corporativo de las que no. Las empresas que siguen un Código de Buen Gobierno Corporativo tienen mayor rentabilidad y mejor solvencia.

Uno de los principales pilares del gobierno corporativo es el consejo de administración y de acuerdo con Tápies (2015) el consejo decide y aprueba y el comité ejecuta, debido a ello se sugiere que el problema de agencia puede ser resuelto a través de una reestructuración del consejo de administración ya sea por una diversidad de género, la forma cómo está compuesto, etc.

3.3.6 Relación entre Gobierno Corporativo y Rentabilidad de los fondos Administrados por la AFP

Un correcto cumplimiento de las prácticas de buen gobierno corporativo no solo impacta positivamente en la rentabilidad de la AFP sino también en el desempeño de los fondos administrados por ellas y por consiguiente en la rentabilidad que obtienen de ellos los afiliados. Kowalewski (2010) concluyó que el esquema actual de compensación por comisiones no crea un incentivo para que los administradores de los fondos se desempeñen en favor de los stakeholders. Es por ello que se requiere establecer mecanismos de gobierno corporativo en cada una de las empresas que administran fondos de pensiones.

Wellman y Zhou (2008) evaluaron los retornos obtenidos por fondos mutuos que empleaban políticas de buen gobierno corporativo y concluyeron que aquellos fondos con una política bien definida se desempeñaban mejor que aquellos que no. Esta conclusión refuerza una de las hipótesis planteadas en el estudio, ya que en los fondos de pensiones se administran portafolios similares a los administrados por los fondos mutuos en cuestión de políticas de inversión, políticas de riesgo y límites de inversión.

En una recopilación de varios estudios Eisenhofer (2014) detalló que en un estudio de Inglaterra se encontró una relación positiva entre buen gobierno corporativo y retornos ajustados por riesgo. Otro alcance de la investigación fue que las compañías con mejores indicadores de gobierno corporativo obtenían de sus portafolios retornos entre 13% y 18% más altos que las empresas que tenían un bajo indicador.

Asimismo, las relaciones esperadas para las variables de gobierno corporativo se presentan a continuación en la tabla 3.2 y tabla 3.3:

Tabla 3.2

Variables de Buen Gobierno Corporativo y su relación con los Pilares de la SMV y con los principios ROSC. (Parte 1)

Variable	Hipótesis	Pilar SMV	Principio BGC SMV	Pregunta en Encuesta de BGC	Principio OCDE	Principio ROSC	Estudios
Tamaño del directorio	H1 / H15	El Directorio y la Alta Gerencia	18. Reglamento del directorio		Responsabilidades Consejo de Administración	Responsabilidad de la Junta	- Bennedsen (2008) & Van de Berghe y Levräu (2004) – asociación positiva - Pucheta-Martinez (2015) – hasta cierto número
Porcentaje del directorio independiente	H2 / H16	El Directorio y la Alta Gerencia	19. Directores independientes		Responsabilidades Consejo de Administración	Responsabilidad de la Junta	- You (1986) y Ezzamenl y Watson (1993) - > impacto positivo - Al-Saidi y Al-Shammari -> impacto negativo
Comisiones cobradas por las AFP	H3 / H17				Papel de Actores Interesados	Papel de Actores Interesados	- Comisiones -> impacto positivo en accionista - Comisiones -> impacto negativo en pensionista
Política de dividendos	H4 / H18	Derecho de los Accionistas	5. Participación de dividendos en la sociedad	N° I.8.a.	Derecho y Tratamiento Equitativo de Accionistas	Derecho de Accionistas	- Modelo de Sustitución -> impacto negativo (Byrne & O'Connor, 2012) - Modelo de "Outcome" -> impacto positivo (Broackman & Unlu, 2010)
Reportes periódicos	H5 / H19	Junta General de Accionistas	14. Seguimiento a lo acuerdos de la JGA.	N° II.12.b.	Derecho y Tratamiento Equitativo de Accionistas	Divulgación & Transparencia	-Bijalwan & Madam (2013) & Beekes and Brown, (2006) -> impacto positivo -Magdy (2016) -> resultados inconclusos
Definición de estrategia corporativa por Directorio	H6 / H20	El Directorio y la Alta Gerencia	16.Funciones del directorio	N° III.4.	Responsabilidades Consejo de Administración	Responsabilidad de la Junta	-Hambirjc & Mason (1984), Judge & Zeithaml (1992), Pearce II y Zahra (1991) & Andrews (1986)-> impacto positivo

Fuente: SMV, Banco mundial. Elaboración propia.

Nota. Para el detalle de la pregunta en la encuesta de BGC véase Anexo 01.

Tabla 3.3

Variables de Buen Gobierno Corporativo y su relación con los Pilares de la SMV y con los principios ROSC. (Parte 2)

Variable	Hipótesis	Pilar SMV	Principio BGC SMV	Pregunta en Encuesta de BGC	Principio OCDE	Principio ROSC	Estudios
Declara si el directorio es independiente	H7 / H21	El Directorio y la Alta Gerencia	19. Directores independientes	Nº III.8.a.	Responsabilidades Consejo de Administración	Responsabilidad de la Junta	- Nguyen & Nielsen (2009) -> impacto positivo - Rebeiz (2008) -> impacto positivo pero con concavidad negativa - Kumar (2007) -> impacto negativo
Cumplimiento de las funciones del auditor interno	H8 / H22	Riesgo y Cumplimiento	26. Auditoría interna	Nº IV.4.b.	Divulgación de Información y Transparencia	Divulgación & Transparencia	- Hermanson y Rittenberg (2003) y Prasad y Rao (1989) -> impacto positivo - Muchirir y Jagongo (2017), Dogo (2001) -> impacto insignificante
Tiene política de renovación de auditor independiente	H9 / H23	Riesgo y Cumplimiento	27. Auditores externos	Nº IV.7.a.	Divulgación de Información y Transparencia	Divulgación & Transparencia	- Balsam (2013) -> impacto positivo - Alves (2013) -> impacto negativo
Observaciones del auditor externo a accionistas	H10 / H24	Transparencia de la Información	28. Política de información	Nº V	Divulgación de Información y Transparencia	Divulgación & Transparencia	- Elommal, Baudier Y Hikkerova (2020), Bratten (2013), Cenciarelli (2018) & Fooladi y Abdul Shukor (2021) -> impacto positivo
Tiene política de información	H11 / H25	Transparencia de la Información	28. Política de información	Nº V.1.	Divulgación de Información y Transparencia	Divulgación & Transparencia	- Hebb (2006), Larcker (2020) & Rodriguez (2012) -> relación positiva - Muy y Yap (2019) -> relación mixta

Fuente: SMV, OCDE, Banco mundial. Elaboración propia.

Nota. Para el detalle de la pregunta en la encuesta de BGC véase Anexo 01.

3.3.7 Hipótesis

De acuerdo a los antecedentes revisados las hipótesis a contrastar son las siguientes:

Hipótesis H1: Existe una relación significativa y positiva entre el tamaño del consejo directivo y la rentabilidad de las empresas del sector privado de pensiones del Perú.

Hipótesis H2: Existe una relación significativa y positiva entre el porcentaje del Directorio independiente y la rentabilidad de las empresas del sector privado de pensiones del Perú.

Hipótesis H3: Existe una relación significativa y positiva entre comisiones cobradas por las AFP y la rentabilidad de las empresas del sector privado de pensiones del Perú.

Hipótesis H4: Existe una relación significativa y positiva entre la existencia de una política de dividendos y la rentabilidad de las empresas del sector privado de pensiones del Perú.

Hipótesis H5: Existe una relación significativa y positiva entre la existencia de reportes periódicos y la rentabilidad de las empresas del sector privado de pensiones del Perú.

Hipótesis H6: Existe una relación significativa y positiva entre la definición de la estrategia corporativa por parte del Directorio y la rentabilidad de las empresas del sector privado de pensiones del Perú.

Hipótesis H7: Existe una relación significativa y positiva entre si se declara la existencia del Directorio independiente y la rentabilidad de las empresas del sector privado de pensiones del Perú.

Hipótesis H8: Existe una relación significativa y positiva entre el correcto cumplimiento de las funciones del auditor interno y la rentabilidad de las empresas del sector privado de pensiones del Perú.

Hipótesis H9: Existe una relación significativa y positiva entre la existencia de una política de renovación del auditor independiente y la rentabilidad de las empresas del sector privado de pensiones del Perú.

Hipótesis H10: Existe una relación significativa y positiva entre la existencia de la explicación a los accionistas sobre las observaciones por parte del auditor externo y la rentabilidad de las empresas del sector privado de pensiones del Perú.

Hipótesis H11: Existe una relación significativa y positiva entre la existencia de una política de información y la rentabilidad de las empresas del sector privado de pensiones del Perú.

Hipótesis H12: Existe una relación significativa y positiva entre el PBI peruano y la rentabilidad de las empresas del sector privado de pensiones del Perú

Hipótesis H13: Existe una relación significativa y positiva entre el retorno del S&P 500 y la rentabilidad de las empresas del sector privado de pensiones del Perú.

Hipótesis H14: Existe una relación significativa entre la rentabilidad de las empresas del sector privado de pensiones del Perú y la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados por las AFP.

Hipótesis H15: Existe una relación significativa y positiva entre el tamaño del consejo directivo y la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados por las AFP.

Hipótesis H16: Existe una relación significativa y positiva entre el porcentaje del Directorio y la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados por las AFP.

Hipótesis H17: Existe una relación significativa y negativa entre las comisiones cobradas por las AFP y la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados por las AFP.

Hipótesis H18: Existe una relación significativa y positiva entre la existencia de una política de dividendos y la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados por las AFP.

Hipótesis H19: Existe una relación significativa y positiva entre la existencia de reportes periódicos y la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados por las AFP.

Hipótesis H20: Existe una relación significativa y positiva entre la definición de la estrategia corporativa por parte del Directorio y la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados por las AFP.

Hipótesis H21: Existe una relación significativa y positiva entre si se declara la existencia del Directorio independiente y la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados por las AFP.

Hipótesis H22: Existe una relación significativa y positiva entre el correcto cumplimiento de las funciones del auditor interno y la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados por las AFP.

Hipótesis H23: Existe una relación significativa y positiva entre la existencia de una política de renovación del auditor independiente y la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados por las AFP.

Hipótesis H24: Existe una relación significativa y positiva entre la existencia de la explicación a los accionistas sobre las observaciones por parte del auditor externo y la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados por las AFP.

Hipótesis H25: Existe una relación significativa y positiva entre la existencia de una política de información y la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados por las AFP.

Hipótesis H26: Existe una relación significativa y positiva entre el PBI peruano y la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados por las AFP.

Hipótesis H27: Existe una relación significativa y positiva entre el retorno del S&P 500 y la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados por las AFP.

CAPITULO IV: METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN

4.1 Diseño de la Investigación

El diseño de investigación aplicado es el exploratorio ya que permite determinar si el gobierno corporativo mejora la rentabilidad de los fondos de pensiones y de los afiliados. Se han utilizado fuentes secundarias para la obtención de los datos, principalmente el Reporte sobre el Cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, información de los estados financieros de las AFP y algunos datos de los anexos a las memorias presentadas por cada una de las empresas a la SMV. El periodo de muestreo seleccionado es del 2012 al 2020 y la información es de corte trimestral, se obtuvieron 144 observaciones.

4.2 Población y Muestra para el Estudio

De acuerdo con información de la SBS existen actualmente 4 AFP en el Perú. Para el presente trabajo de investigación se seleccionaron las 4 que existen desde el periodo que comprende del 2012 al 2020. Las empresas analizadas son las siguientes:

- Prima AFP
- Profuturo AFP
- AFP Integra
- AFP Habitat

4.3 Definición y tipos de variables

De acuerdo a lo revisado en el capítulo anterior, las variables utilizadas son 15, incluyendo la variable de Comisiones cobradas por las AFP que se utilizará como proxy para determinar la relación con los stakeholders. Se cuenta con 2 variables dependientes que son: ROA y el retorno de los fondos de las AFP, y se cuenta con 2 variables de control (Véase Tabla 4.1).

Asimismo, se tienen 11 variables independientes, entre las cuales están el tamaño del Directorio, el porcentaje del Directorio independiente, la existencia de política de dividendos, entre otros.

A continuación, se muestra el detalle de las variables utilizadas:

Tabla 4.1

Definición y tipos de variables

Variables	Código variable	Definición	Tipo de variable
Variables dependientes			
ROA	ROA	Utilidad neta / Activo Total	Cuantitativa
Retorno de los Fondos	RFONDOS	Valor del Fondo en t/valor del fondo en t-1	Cuantitativa
Variables independientes			
Tamaño del directorio	Tamaño_directorio	Total miembros del directorio	Cuantitativa
Porcentaje del directorio independiente	Director_independiente	Miembros independientes / Total miembros del directorio	Cuantitativa
Comisiones cobradas por las AFP	Comisiones	Comisiones Cobradas	Cuantitativa
Política de dividendos	Política_dividendos	Grado de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno corporativo. SI = 1, NO =0. Resultados que arroja la encuesta de BGC publicada por la SMV.	Cualitativa
Reportes periódicos	Reportes_periódicos		Cualitativa
Definición de estrategia corporativa por Directorio	Estrategia_corporativa		Cualitativa
Declara si el directorio es independiente	Declara_directorindep		Cualitativa
Cumplimiento de las funciones del auditor interno	Funciones_auditorindep		Cualitativa
Tiene política de renovación de auditor independiente	Renova_auditorindep		Cualitativa
Observaciones del auditor externo a accionistas	Observacs_auditorindep		Cualitativa
Tiene política de información	Política_información		Cualitativa
Variables de control			
PBI	PBI	Variación % PBI trimestral	Cuantitativa
S&P	S&P	Variación % S&P trimestral	Cuantitativa

Nota. Fuente y elaboración propia.

4.4 Recolección de Datos

Como se mencionó anteriormente, se utilizó la información de corte trimestral para las 4 AFP para el periodo 2012 – 2020. En total se contó con 144 datos. Para recoger información sobre la rentabilidad de las AFP así como las comisiones cobradas, se consiguió información de los Estados Financieros Auditados, los cuales son publicados de manera anual en el portal de la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV). Y la rentabilidad de los fondos se obtuvo del repositorio estadístico de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS).

En lo que respecta a la recopilación de las variables de Gobierno Corporativo, se empleó el “Reporte sobre el cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo

para las sociedades peruanas” publicada por la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) el cual se reporta anualmente, y dado a que la información necesaria para el análisis es de corte trimestral, se trabajó bajo el supuesto de que cada respuesta anual es la misma para cada uno de sus trimestres.

4.5 Técnicas de Procesamiento y Análisis de la Información

Para el estudio se seleccionaron variables de corte transversal y variables de series de tiempo por lo que la metodología aplicada es la de datos de panel ya que permite combinar ambas características de los datos.

Dado que la periodicidad de los datos es trimestral, bajo un modelo clásico de corte transversal solo contaría con 36 datos, mientras que en el modelo propuesto el número de observaciones se obtiene de multiplicar el número de individuos con el número de trimestres en todo el periodo de análisis.

Gujarati (2004) resalta entre los principales beneficios de usar datos de panel, que ayuda a obtener los atributos específicos de datos de corte transversal y las propiedades de los datos de serie de tiempo, se tienen más grados de libertad, menor colinealidad y mayor eficiencia.

- **Análisis de la Información**

Las hipótesis planteadas, se analizarán en el programa eviews 11. La estadística descriptiva muestra la tendencia de las variables del modelo para el periodo analizado.

Los modelos de datos de panel a analizar son los siguientes:

$$\begin{aligned}
 ROA_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{Tamaño_directorio}_{it} + \beta_2 \text{Director_independiente}_{it} \\
 & + \beta_3 \text{Comisiones}_{it} + \beta_4 \text{Política_dividendos}_{it} \\
 & + \beta_5 \text{Reportes_periódicos}_{it} + \beta_6 \text{Estrategia_corporativa}_{it} \\
 & + \beta_7 \text{Declara_directorindep}_{it} + \beta_8 \text{Funciones_auditorindep}_{it} \\
 & + \beta_9 \text{Renova_auditorindep}_{it} + \beta_{10} \text{Observacs_auditorindep}_{it} \\
 & + \beta_{11} \text{Política_información}_{it} + \beta_{12} \text{PBI}_{it} + \beta_{13} \text{S\&P}_{it} + \epsilon_{it}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 Rfondos_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{Tamaño_directorio}_{it} + \beta_2 \text{Director_independiente}_{it} \\
 & + \beta_3 \text{Comisiones}_{it} + \beta_4 \text{Política_dividendos}_{it} \\
 & + \beta_5 \text{Reportes_periódicos}_{it} + \beta_6 \text{Estrategia_corporativa}_{it} \\
 & + \beta_7 \text{Declara_directorindep}_{it} + \beta_8 \text{Funciones_auditorindep}_{it} \\
 & + \beta_9 \text{Renova_auditorindep}_{it} + \beta_{10} \text{Observacs_auditorindep}_{it} \\
 & + \beta_{11} \text{Política_información}_{it} + \beta_{12} \text{PBI}_{it} + \beta_{13} \text{S\&P}_{it} + \epsilon_{it}
 \end{aligned}$$

Donde:

α es el intercepto

β es el coeficiente de la variable independiente

ϵ_{it} es el término de error.

- **Datos de panel**

De acuerdo a Torres-Reyna (2007) los datos de panel permiten controlar variables no observables o medir factores culturales o diferencias en negocios entre individuos, o variables que cambian a través del tiempo, pero no a través de individuos. Los modelos de panel data se pueden agrupar en 3 técnicas:

- **Método generalizado de momentos**

De acuerdo con Green y William (2008) el método generalizado de momentos es una técnica econométrica para la obtención de los estimadores de los parámetros de un determinado modelo planteado.

Dado el siguiente modelo a estimar:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_i X_{it} + \epsilon_{it}$$

Se establece un vector de instrumentos z_i cuyos elementos son únicos y no constantes provenientes de las variables dependientes e independientes del modelo propuesto. Para la correcta estimación se debe satisfacer que los instrumentos sean ortogonales al término de error.

- **Test de invarianza**

Según Asteriou y Hall (2007) la utilidad del test de invarianza es para determinar el grado de colinealidad entre los regresores en una ecuación, el test muestra qué nivel de varianza de un coeficiente estimado ha sido incrementada por la colinealidad con otros regresores.

El test tiene la siguiente forma:

$$\frac{1}{(1 - R^2)}$$

Donde R^2 es el coeficiente de determinación del modelo estimado.

- **Efectos aleatorios**

Esta técnica se basa en que la variación entre individuos se asume como aleatoria y no correlacionada con la variable dependiente o variables independientes incluidas en el modelo (Torres-Reyna, 2007). Greene (2008) precisa que la principal diferencia entre modelos de efectos fijos y aleatorios es si el efecto individual no observado incorpora 65 elementos que están correlacionados con los regresores en el modelo, no si estos efectos son aleatorios o no.

La ecuación del modelo de efectos aleatorios es:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{it} + \epsilon_{it} + u_{it}$$

donde:

α es el intercepto.

Y_{it} es la variable dependiente donde i = individuo y t = tiempo

X_{it} es la variable independiente

β es el coeficiente de la variable independiente

u_{it} es el término de error between.

ϵ_{it} es el término de error within.

El término de error between hace referencia a la variación entre individuos, mientras que el término de error within hace referencia a la variación a lo largo del tiempo. De la estimación obtenemos el error promedio que se puede descomponer en los dos ya mencionados.

La técnica de efectos aleatorios asume que el término de error del individuo no está correlacionado con las variables independientes lo que permite que las variables invariantes en el tiempo tengan un rol como variables explicativas (Torres-Reyna, 2007). A continuación, se listan los tests o pruebas más importantes para el tipo de estudio que se viene desarrollando:

- **Prueba de Breusch-Pagan multiplicador Lagrange (LM)**

La prueba LM ayuda a decidir entre la técnica de efectos aleatorios y un modelo de regresión simple MCO (Torres-Reyna, 2007). La hipótesis nula es que las varianzas entre individuos es cero, es decir no hay diferencia significativa entre las unidades. Por tanto, la hipótesis nula sugiere aplicar un modelo Pooled, frente a la alternativa que sugiere la técnica de efectos aleatorios.

- **Prueba de Hausman**

De acuerdo a Mayorga y Muñoz (2000) esta prueba permite determinar cuál técnica de datos de panel es más adecuada, si la de efectos fijos o la de efectos aleatorios. Para este propósito utiliza la prueba Chi-cuadrado con la hipótesis nula de que la técnica de

efectos aleatorios es la que mejor explica la relación, teniendo como hipótesis alternativa de que la mejor técnica es la de efectos fijos.

- **Prueba de normalidad Jarque-Bera**

De acuerdo con Carmona y Carrión (2015) la prueba Jarque-Bera ha sido identificada dentro de las pruebas de momentos, debido a que está basada en el tercer y cuarto momento de la distribución normal estándar, es decir, la normalidad es evaluada a partir del sesgo y la curtosis.

- **Estacionariedad de las series**

Siguiendo a Gujarati y Porter (2010), que cuando una serie temporal es no estacionaria, la media, la varianza o ambas son variantes en el tiempo. En caso de que se estimen las regresiones con series no estacionarias los resultados obtenidos no tendrán sentido de causalidad resultando así una regresión espúrea.

CAPITULO V: RESULTADOS

- **Resultados para la relación de gobierno corporativo y el ROA de las AFP**

De acuerdo a lo desarrollado en el capítulo IV, se empleó el modelo de datos de panel y a través de los test de Breusch-Pagan y Hausman (ver Anexo 03), se eligió la mejor especificación para el modelo propuesto. Se optó por la metodología de datos de panel ya que permite incrementar las observaciones dada la restricción de individuos, pues solo existen cuatro AFP en el mercado peruano.

Por otra parte, se decidió estimar el modelo agrupando a todas las variables de gobierno corporativo ya que estas no están correlacionadas entre sí (ver Tabla 5.1).

La multicolinealidad se define como la existencia de una o más relaciones lineales entre variables independientes de un modelo. El problema de tener multicolinealidad en una regresión es que los coeficientes no pueden ser estimados con precisión y además los errores estándar tienden a aumentar debido al crecimiento de las varianzas y covarianzas de los estimadores (Gujarati, 2004). La multicolinealidad es un problema cuando la correlación entre variables dependientes e independientes es mayor a 0.80 (Gujarati, 2004).

Además, la información se obtuvo de la encuesta de buenas prácticas de gobierno corporativo realizada por la SMV en la cual las preguntas son agrupadas por pilar y no están relacionadas entre sí.

Tabla 5.1*Matriz de correlaciones ROA y variables de gobierno corporativo*

	ROA	Tamaño_directorio	Comisiones	Director_independiente	Política_dividendos	Reportes_periódicos	Declara_directorindep	Funciones_auditorindep	Renova_auditorindep	Observacs_auditorindep	Política_información
ROA	1.0000	-0.1332	0.9685	-0.2289	-0.0139	-0.1152	-0.1849	0.0354	0.0703	-0.1974	0.0261
Tamaño_directorio	-0.1332	1.0000	-0.1365	-0.1287	0.4064	0.0636	0.1636	-0.0716	0.0842	0.2164	-0.3579
Comisiones	0.9685	-0.1365	1.0000	-0.2995	-0.0910	-0.1690	-0.2427	-0.0425	0.0547	-0.2538	-0.0548
Director_independiente	-0.2289	-0.1287	-0.2995	1.0000	-0.0804	0.3239	0.2104	0.2347	-0.0963	0.3162	0.1775
Política_dividendos	-0.0139	0.4064	-0.0910	-0.0804	1.0000	0.3063	0.1748	0.0948	-0.1459	0.1608	-0.4109
Reportes_periódicos	-0.1152	0.0636	-0.1690	0.3239	0.3063	1.0000	0.3296	-0.2425	-0.3292	0.2903	0.0346
Declara_directorindep	-0.1849	0.1636	-0.2427	0.2104	0.1748	0.3296	1.0000	0.4109	0.1459	0.1748	-0.3477
Funciones_auditorindep	0.0354	-0.0716	-0.0425	0.2347	0.0948	-0.2425	0.4109	1.0000	0.2368	-0.4109	-0.1429
Renova_auditorindep	0.0703	0.0842	0.0547	-0.0963	-0.1459	-0.3292	0.1459	0.2368	1.0000	-0.2577	-0.1939
Observacs_auditorindep	-0.1974	0.2164	-0.2538	0.3162	0.1608	0.2903	0.1748	-0.4109	-0.2577	1.0000	0.3477
Política_información	0.0261	-0.3579	-0.0548	0.1775	-0.4109	0.0346	-0.3477	-0.1429	-0.1939	0.3477	1.0000

Nota. Fuente y elaboración propia. Las definiciones de las variables se encuentran en la Tabla 5.4 del presente capítulo.

Adicionalmente se realizó un test de invarianza (ver Tabla 5.2), del cual se concluye que la variable que más contribuye a la heterocedasticidad del modelo del ROA es si se declara si un director es independiente (III8A) por lo que para estimación del modelo final ha sido excluida.

Tabla 5.2*Test de invarianza*

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
Tamaño_directorio	0.004791	39.22480	3.202793
Director_independiente	0.000140	14.60959	4.888628
Comisiones	5.85E-05	5.355070	1.686725
Política_dividendos	0.038776	4.885543	4.021080
Reportes_periódicos	0.061587	8.202516	4.923218
Declara_directorindep	0.098586	12.33980	9.270085
Funciones_auditorindep	0.150905	18.39026	6.128941
Renova_auditorindep	0.087038	11.52046	5.731339
Observacs_auditorindep	0.057252	7.213303	5.936958
Política_información	0.134043	16.33532	5.444090
PBI	39.40712	7.179460	1.190093
S&P	6.039806	2.368862	1.739149
C	0.781174	82.90211	NA

Nota. Fuente y elaboración propia.

Para la estimación del ROA se consideró tres AFP: Prima, Profuturo e Integra, no se incluyó Habitat debido a la no estacionariedad de su serie la cual se debe a que la empresa inició operaciones en el año 2013 incurriendo en pérdidas hasta el año 2017 (ver Anexo 02).

La Tabla 5.3 muestra los resultados obtenidos para la rentabilidad de las AFP medida por el ROA respecto a las variables de gobierno corporativo.

Tabla 5.3

Resultados ecuación del ROA

Variable	Hipótesis	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C		2.884112	4.032788	0.715166	0.4766
Tamaño_directorio	(+)	-0.040151	0.127662	-0.314508	0.7539
Director_independiente	(+)	-0.040447	0.035626	-1.135328	0.2596
Comisiones	(+)	0.251808	0.093975	2.679524	0.0089
Política_dividendos	(+)	0.296649	0.267632	1.108422	0.2710
Reportes_periódicos	(+)	0.894963	0.269016	3.326801	0.0013
Funciones_auditorindep	(+)	1.648238	0.479106	3.440237	0.0009
Renova_auditorindep	(+)	-0.646557	0.439715	-1.470402	0.1453
Política_información	(+)	1.313593	0.286161	4.590398	0.0000
PBI	(+)	-35.04678	9.435586	-3.714319	0.0004
S&P	(+)	4.712152	3.577889	1.317020	0.1915
Observacs_auditorindep	(+)	-0.636563	0.432556	-1.471633	0.1450

Nota. Fuente y elaboración propia.

Estos resultados contrastan las hipótesis planteadas en el capítulo III y que se muestran a continuación en la Tabla 5.4.

Tabla 5.4*Relación esperada de variables de gobierno corporativo contra el ROA de las AFP*

Código variable	Variables	Hipótesis	Relación esperada
Tamaño_directorio	Tamaño del directorio	H1	(+)
Director_independiente	Porcentaje del directorio independiente	H2	(+)
Comisiones	Comisiones cobradas por las AFP	H3	(+)
Política_dividendos	Política de dividendos	H4	(+)
Reportes_periódicos	Reportes periódicos	H5	(+)
Estrategia_corporativa	Definición de estrategia corporativa por Directorio	H6	(+)
Declara_directorindep	Declara si el directorio es independiente	H7	(+)
Funciones_auditorindep	Cumplimiento de las funciones del auditor interno	H8	(+)
Renova_auditorindep	Tiene política de renovación de auditor independiente	H9	(+)
Observacs_auditorindep	Observaciones del auditor externo a accionistas	H10	(+)
Política_información	Tiene política de información	H11	(+)
PBI	PBI	H12	(+)
S&P	S&P	H13	(+)

Nota. Fuente y elaboración propia.

Los resultados muestran que existen 4 variables de gobierno corporativo que impactan significativamente en el ROA (véase Tabla 5.3).

Esto contrasta con lo expuesto por Cheung (2011) que señala que no se puede determinar que los cambios en gobierno corporativo puedan dictaminar causalidad. Asimismo, la elección del ROA como variable independiente se debe a su importancia como variable de rentabilidad para las AFP ya que este indicador muestra el retorno en función del total de activos invertidos que al final son el portafolio de las AFP. Al elegir cómo independiente otra variable como el ROE (ver Anexo 04) los resultados no varían en gran medida. También al no existir deuda en las AFP, permite que el ROA y ROE sean dos medidas de rentabilidad muy similares.

El resultado para la variable tamaño de Directorio (Tamaño_directorio) muestra que no es significativa (H1), debido a que obtuvo un *Pvalue* de 0.7539, sin embargo, el signo permite concluir que a mayor número de directores menor es el retorno para la

AFP ya que se tiene un mayor gasto y las decisiones deben ser tomadas por un mayor número de miembros. Esta mayor cantidad de miembros podría generar menor agilidad en la toma de decisiones, afectando la rentabilidad de la empresa.

Considerando este resultado, se rechaza la hipótesis H1:

Hipótesis H1: Existe una relación significativa y positiva entre el tamaño del consejo directivo y la rentabilidad de las empresas del sector privado de pensiones del Perú.

El resultado (H2) para la variable Porcentaje de Directores Independientes (Director_independiente) resultó ser significativa al 95% de confianza y negativa lo cual sigue en línea con el resultado de la hipótesis respecto al tamaño del Directorio, ya que a mayor número de directores independientes no necesariamente beneficia a la AFP lo cual probablemente sí ocurra con la rentabilidad del fondo administrado, por lo tanto, se considera que existe un número máximo de directores independientes a partir del cual incrementar un director comienza a ser perjudicial para la empresa.

Considerando este resultado, se rechaza la hipótesis H2:

Hipótesis H2: Existe una relación significativa y positiva entre el porcentaje del Directorio independiente y la rentabilidad de las empresas del sector privado de pensiones del Perú.

El resultado (H3) para la variable Comisiones Cobradas por las AFP (Comisiones) resultó significativa y positiva ya que la relación utilidad y comisión es prácticamente 1, un incremento del 100% en las comisiones se traducirá en un incremento del casi 100% en la utilidad debido a que esta es la principal fuente de ingresos de las empresas del sector. Resultó significativa con un *Pvalue* de 0.0000. A pesar de ello según Lagos y Tagaki (2000) el incremento de la rentabilidad a través del cobro de comisiones tiene un tope, no es lineal.

Considerando este resultado, se acepta la hipótesis H3:

Hipótesis H3: Existe una relación significativa y positiva entre las comisiones cobradas por las AFP y la rentabilidad de las empresas del sector privado de pensiones del Perú.

Para la variable política de dividendos (Política_dividendos), los resultados (H4) reflejan que no es significativa y positiva. No es significativa debido que el Pvalue es mayor a 5%, en caso de haber resultado significativa el impacto de tener una política de dividendos en la AFP sería de 0.29% en el ROA. Mientras mejor esté definida la política de dividendos de la compañía mayor será su impacto en la rentabilidad, lo cual tiene coherencia ya que tanto el reparto de dividendos como su reinversión generarán valor siempre que exista una opción de reinvertirlos.

Por lo tanto, se rechaza la hipótesis H4:

Hipótesis H4: Existe una relación significativa y positiva entre la política de dividendos y la rentabilidad de las empresas del sector privado de pensiones del Perú.

La variable de reporte periódicos (Reportes_periódicos) resultó ser significativa al momento de explicar el ROA e incluso su impacto es positivo (H5). Esto se debe a que la emisión de reportes periódicos a accionistas garantiza el entendimiento de la información, ya que esta debe ser explicada y debatida con ellos. Adicionalmente, si estos reportes periódicos no se distribuyen a trabajadores, a clientes y se mantiene como un documento privado, probablemente nunca le generen efectos positivos en la utilidad a las AFP lo cual como vimos no ocurre.

Considerando este resultado, se acepta la hipótesis H5:

Hipótesis H5: Existe una relación significativa y positiva entre los reportes periódicos y la rentabilidad de las empresas del sector privado de pensiones del Perú.

Por otra parte, no se contrasta la hipótesis (H6) respecto a la variable definición de estrategia corporativa por parte del Directorio (Estrategia_corporativa), debido al problema de la matriz singular la cual al tener un determinante cercano a cero no se puede invertir lo cual es condición necesaria para realizar las estimaciones.

Hipótesis H6: Existe una relación significativa y positiva entre la definición de la estrategia corporativa por parte del Directorio y la rentabilidad de las empresas del sector privado de pensiones del Perú.

La variable que declara si el director es independiente (Declara_directorindep) no fue incluida en el modelo ya que ocasiona el problema de heterocedasticidad distorsionando así los resultados de las demás variables analizadas (H7).

Considerando este resultado, se rechaza la hipótesis H7:

Hipótesis H7: Existe una relación significativa y positiva entre si el director de las AFP es independiente y la rentabilidad de las empresas del sector privado de pensiones del Perú.

La variable cumplimiento de las funciones del auditor interno (Funciones_auditorindep) resultó ser significativa y positiva (H8). El cumplimiento de las funciones del auditor interno debe complementarse con las del auditor externo para evitar cualquier punto ciego en la auditoría de la información contable, por otra parte, el resultado obtenido se debe a que los grupos de interés valoran que la información que maneja la empresa sea veraz y confiable.

Considerando este resultado, se acepta la hipótesis H8:

Hipótesis H8: Existe una relación significativa y positiva entre el cumplimiento de las funciones del auditor interno y la rentabilidad de las empresas del sector privado de pensiones del Perú.

Con respecto a la variable de tener una política de auditor independiente (Renova_auditorindep), se obtuvo un impacto negativo mas no significativo (H9) por lo que renovar al mismo auditor año tras año o cambiar a otro no tiene impacto en la rentabilidad de la empresa. Esto se debe a la fuerte regulación existente en temas de auditoría además que las AFP tienden a ser auditadas por una de las big four. Al ser empresas auditoras de alto prestigio, muchas veces tienen las mejores prácticas lo que resulta en una ventaja competitiva ya que conocen más sobre la empresa.

Considerando este resultado, se rechaza la hipótesis H9:

Hipótesis H9: Existe una relación significativa y positiva entre las políticas de renovación y la rentabilidad de las empresas del sector privado de pensiones del Perú.

Respecto a la variable si existe observaciones por parte del auditor externo a los accionistas (Observacs_auditorindep), los resultados muestran un impacto negativo, pero no significativo (H10). Se esperaba que las observaciones del auditor externo mejoren la rentabilidad como consecuencia de las subsanaciones realizadas, sin embargo, esto no es así ya que no tiene incidencia en la rentabilidad. Esto puede deberse a que los posibles errores cometidos en el procesamiento de la información no son cometidos con la finalidad de obtener algún beneficio. También pueden resultar en que el modelo de negocio al ser controlado o regulado por el estado, no tienen muchos riesgos, por ende el efecto auditores externos se diluye.

Considerando este resultado, se rechaza la hipótesis H10:

Hipótesis H10: Existe una relación significativa y positiva entre la existencia observaciones del auditor externo a los accionistas y la rentabilidad de las empresas del sector privado de pensiones del Perú.

La variable sobre si la AFP tiene políticas de información (Política_información) resultó ser significativa y su impacto es positivo (H11), esto se explica porque la variable está relacionada al intercambio de información entre la empresa, los shareholders y stakeholders, mientras mejor sea la calidad de la información y su veracidad, mejor será para la AFP debido al incremento de la confianza y menor incertidumbre sobre el accionar de las empresas. Esta política de información va de la mano con varios estudios que hablan sobre la variable transparencia como un indicador que permite que las empresas obtengan mejores resultados.

Considerando este resultado, se acepta la hipótesis H11:

Hipótesis H11: Existe una relación significativa y positiva entre si tiene política de información y la rentabilidad de las empresas del sector privado de pensiones del Perú.

La variable PBI (PBI) resultó ser significativa (H12); pero su signo no fue el esperado, esto quiere decir que si a la economía peruana le va bien en términos macroeconómicos a la rentabilidad de la AFP le irá mal, se esperaba que el signo sea positivo; sin embargo, el PBI dominante en esta estimación puede ser el de Estados

Unidos ya que gran porcentaje de las inversiones de las AFP se realiza en dicha economía.

Considerando este resultado, se rechaza la hipótesis H12:

Hipótesis H12: Existe una relación significativa y positiva entre el PBI peruano y la rentabilidad de las empresas del sector privado de pensiones del Perú.

La variable SP (S&P) que mide el retorno del S&P 500 (H13) resultó ser positiva mas no significativa. Este resultado se explica porque la rentabilidad de los índices como el S&P o el Dow Jones impactan en la rentabilidad de los fondos mas no en la rentabilidad de las AFP ya que el portafolio está diversificado. Si las AFP concentraran la totalidad de sus inversiones en un solo índice, la relación hubiera salido positiva y significativa ya que al desempeñarse negativamente el S&P impactaría directamente en la AFP.

Considerando este resultado, se rechaza la hipótesis H13:

Hipótesis H13: Existe una relación significativa y positiva entre el retorno del S&P 500 y la rentabilidad de las empresas del sector privado de pensiones del Perú.

- **Resultados para la relación entre ROA y la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados**

Tabla 5.5

Relación ROA vs rentabilidad de los fondos 1, 2 y 3

Variable	Hipótesis	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RFONDO1	(+)	0.284860	0.316064	0.901275	0.3695
RFONDO2	(+)	0.307085	0.461052	0.666053	0.5069
RFONDO3	(+)	-0.339377	0.229700	-1.477484	0.1426
C		6.180418	1.251166	4.939726	0.0000

Nota. Fuente y elaboración propia.

Los resultados de la tabla 5.5 muestran que la rentabilidad de las AFP medida a través del ROA, no se ve impactada por los resultados de los fondos 1, 2 o 3 en términos de rentabilidad. Se esperaba que exista cierta penalización indirecta por el mal desempeño de los fondos hacia la rentabilidad; sin embargo, esto no resultó ser así. En la siguiente tabla se detalla lo esperado y se da una explicación más a fondo.

Estos resultados contrastan la hipótesis planteada en el capítulo III y que se muestra a continuación en la Tabla 5.6.

Tabla 5.6

Relación esperada entre ROA y rentabilidad de los fondos

Código variable	Variables	Hipótesis	Relación esperada
RFONDOS	Retorno de los Fondos	H14	(+)

Nota. Fuente y elaboración propia.

Los resultados de la tabla 5.5 ayudan a contrastar la hipótesis H14 y luego de obtener los resultados, se observa que todas las variables de rentabilidad no son significativas al 95% de confianza. Este resultado demuestra que la rentabilidad de las AFP no se ve afectada debido al desempeño en la rentabilidad de cada uno de los fondos por lo que no existe cierta penalización por el mal manejo de los portafolios de inversión. Este es un punto clave ya que dentro del marco de gobierno corporativo se debe considerar a los pensionistas como el grupo de interés más importante ya que es su dinero el que se está administrando.

Considerando el resultado de la Tabla 5.5, se rechaza la hipótesis H14:

Hipótesis H14: Existe una relación significativa entre la rentabilidad de las empresas del sector privado de pensiones del Perú y la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados por las AFP.

- **Resultados para la relación de gobierno corporativo con la rentabilidad de los fondos administrados.**

La Tabla 5.9 muestra los resultados para la rentabilidad de los fondos administrados por las AFP, obtenida como una ponderación de cada uno de los fondos en función del tamaño de la cartera, respecto a las variables de gobierno corporativo.

Se empleó el modelo de datos de panel y a través de los test de Breusch-Pagan y Hausman (ver Anexo 05) se eligió la mejor especificación para el modelo propuesto. En línea con lo explicado para el ROA se optó por la metodología de datos de panel por los motivos mencionados anteriormente. La matriz de correlaciones se muestra en la Tabla 5.7.

Tabla 5.7

Matriz de correlaciones rentabilidad de los fondos administrados y variables de gobierno corporativo

	RFONDOS	Tamaño_directorio	Comisiones	Director_independiente	Política_dividendos	Reportes_periódicos	Declara_directorindep	Funciones_auditorindep	Renova_auditorindep	Observacs_auditorindep	Política_información
RFONDOS	1.0000	-0.1265	0.1660	0.1611	0.0630	0.0916	0.1242	0.1053	0.1157	0.1233	0.1154
Tamaño_directorio	-0.1265	1.0000	-0.3943	-0.2433	0.0671	-0.0947	-0.0770	-0.0576	-0.0505	0.1161	-0.3704
Comisiones	0.1660	-0.3943	1.0000	0.3359	0.2163	0.0732	0.1012	-0.1109	0.1629	-0.0721	0.0687
Director_independiente	0.1611	-0.2433	0.3359	1.0000	0.2440	0.3957	0.2040	0.0432	0.0849	0.2057	0.2294
Política_dividendos	0.0630	0.0671	0.2163	0.2440	1.0000	0.1638	0.2957	0.0416	-0.0443	0.1770	-0.3062
Reportes_periódicos	0.0916	-0.0947	0.0732	0.3957	0.1638	1.0000	0.3894	-0.2256	-0.2575	0.2449	0.0730
Declara_directorindep	0.1242	-0.0770	0.1012	0.2040	0.2957	0.3894	1.0000	0.3056	0.2076	0.1864	-0.2655
Funciones_auditorindep	0.1053	-0.0576	-0.1109	0.0432	0.0416	-0.2256	0.3056	1.0000	0.2116	-0.2139	-0.1359
Renova_auditorindep	0.1157	-0.0505	0.1629	0.0849	-0.0443	-0.2575	0.2076	0.2116	1.0000	-0.2725	-0.1550
Observacs_auditorindep	0.1233	0.1161	-0.0721	0.2057	0.1770	0.2449	0.1864	-0.2139	-0.2725	1.0000	0.3282
Política_información	0.1154	-0.3704	0.0687	0.2294	-0.3062	0.0730	-0.2655	-0.1359	-0.1550	0.3282	1.0000

Nota. Fuente y elaboración propia. Las definiciones de las variables se encuentran en la Tabla 5.10 del presente capítulo.

De los resultados del test de invarianza se concluye que las variables que más contribuyen a la heterocedasticidad del modelo del retorno de los fondos son el número

de directores independientes y si se declara si un director es independiente o no, por este motivo se decidió excluirlas del modelo (ver Tabla 5.8).

Tabla 5.8

Test de invarianza

Variable	Coefficient	Uncentered	Centered
	Variance	VIF	VIF
Tamaño_directorio	0.194675	88.73756	2.976191
Comisiones	0.000640	5.779459	1.791922
Director_independiente	0.005890	44.42203	7.836428
Política_dividendos	1.397588	5.262193	2.358914
Reportes_periódicos	2.138857	11.07317	2.672835
Declara_directorindep	4.757465	20.15189	7.643821
Funciones_auditorindep	3.459908	20.35506	2.807594
Renova_auditorindep	2.573965	14.53723	2.506419
Observacs_auditorindep	1.471716	4.848638	2.507916
Política_información	5.642902	34.52578	3.571633
PBI	807.7689	8.903725	1.448194
S&P	88.09575	2.213891	1.667510
C	29.23831	199.5345	NA

Nota. Fuente y elaboración propia.

Para la estimación de la rentabilidad de los fondos se consideró a las 4 AFP ya que las series son estacionarias, esto ocurre comúnmente cuando se trabaja con rentabilidades. De la misma forma que para el ROA no se contrastó la hipótesis respecto a la definición de la estrategia corporativa por parte del Directorio.

A continuación en la tabla 5.9 se muestran los resultados obtenidos para la rentabilidad de los fondos administrados respecto a las variables de gobierno corporativo:

Tabla 5.9*Ecuación para la rentabilidad de los fondos*

Variable	Hipótesis	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C		10.49002	2.583900	4.059762	0.0001
Tamaño_directorio	(+)	0.211809	0.177455	1.193590	0.2354
Comisiones	(-)	0.079921	0.024024	3.326766	0.0012
Política_dividendos	(+)	-1.554474	0.498842	-3.116167	0.0024
Reportes_periódicos	(+)	0.959624	0.510198	1.880885	0.0628
Funciones_auditorindep	(+)	1.935884	0.843461	2.295166	0.0238
Renova_auditorindep	(+)	-1.534972	0.740617	-2.072557	0.0407
S&P	(+)	9.092834	7.524050	-1.208503	0.0296
PBI	(+)	-186.0255	21.74753	-8.553867	0.0000
Observacs_auditorindep	(+)	0.437956	0.351667	1.245371	0.2158
Política_información	(+)	-1.462963	0.552165	-2.649502	0.0093

Nota. Fuente y elaboración propia.

Los resultados de la Tabla 5.9 ayudan a contrastar las hipótesis planteadas en el capítulo III y que se muestran a continuación en la Tabla 5.10:

Tabla 5.10*Relación esperada de variables de gobierno corporativo contra la rentabilidad de los fondos administrados*

Código variable	Variables	Hipótesis	Relación esperada
Tamaño_directorio	Tamaño del directorio	H15	(+)
Director_independiente	Porcentaje del directorio independiente	H16	(+)
Comisiones	Comisiones cobradas por las AFP	H17	(-)
Política_dividendos	Política de dividendos	H18	(+)
Reportes_periódicos	Reportes periódicos	H19	(+)
Estrategia_corporativa	Definición de estrategia corporativa por Directorio	H20	(+)
Declara_directorindep	Declara si el directorio es independiente	H21	(+)
Funciones_auditorindep	Cumplimiento de las funciones del auditor interno	H22	(+)
Renova_auditorindep	Tiene política de renovación de auditor independiente	H23	(+)
Observacs_auditorindep	Observaciones del auditor externo a accionistas	H24	(+)
Política_información	Tiene política de información	H25	(+)
PBI	PBI	H26	(+)
S&P	S&P	H27	(+)

Nota. Fuente y elaboración propia.

La no significancia de la variable tamaño de Directorio (Tamaño_directorio) se debe a que resulta más importante si el director es independiente que el tamaño del Directorio (H15). Esto se explica porque las opiniones de los directores independientes tienen menor sesgo y buscan otorgarle el máximo beneficio al accionista, esto se logra a través de un mejor desempeño de los fondos administrados.

Considerando este resultado, se rechaza la hipótesis H15:

Hipótesis H15: Existe una relación significativa y positiva entre el tamaño del consejo directivo y la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados por las AFP.

La variable (H16) porcentaje de directores independientes (Director_independiente) no fue incluida en el modelo ya que ocasiona el problema de heterocedasticidad distorsionando así los resultados de las demás variables analizadas.

Se rechaza la hipótesis H16:

Hipótesis H16: Existe una relación significativa y positiva entre el porcentaje del Directorio y la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados por las AFP.

Con respecto a la variable comisión cobrada por la AFP (Comisiones), resultó ser significativa con un *Pvalue* de 0.0012 (H17), e impacta positivamente en la rentabilidad del fondo lo cual va en contra de nuestra hipótesis inicial ya que consideramos que a mayor comisión menor es el beneficio para el pensionista. Esta relación positiva puede deberse a que si la AFP cobra una mayor comisión tendrá mayores incentivos para rentabilizar de la mejor manera los fondos que administra.

Por lo tanto, se rechaza la hipótesis H17:

Hipótesis H17: Existe una relación significativa y negativa entre las comisiones cobradas por las AFP y la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados por las AFP.

Con respecto (H18) a la variable Política de dividendos (Política_dividendos), se obtuvo un resultado significativo pero negativo, esto se explica ya que indirectamente

se está evaluando el impacto de la comisión cobrada a los pensionistas por lo tanto se espera este impacto negativo a los fondos.

Por lo tanto, se rechaza la hipótesis H18:

Hipótesis H18: Existe una relación significativa y positiva entre la existencia de una política de dividendos y la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados por las AFP.

La variable Reportes periódicos (Reportes_periódicos) resultó ser positiva sin embargo es no significativa con un *Pvalue* de 0.0628 (H19), a pesar que consideramos que mientras mayor flujo de información exista hacia los directores y accionistas, mejor será la toma de decisiones de los mismos.

Considerando este resultado, se rechaza la hipótesis H19:

Hipótesis H19: Existe una relación significativa y positiva entre la existencia de Reportes periódicos y la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados por las AFP.

No se contrasta la hipótesis (H20) respecto a la variable Definición de estrategia corporativa por parte del Directorio (Estrategia_corporativa), debido al problema de la matriz singular la cual al tener un determinante cercano a cero no se puede invertir lo cual es condición necesaria para realizar las estimaciones.

Considerando este resultado, se rechaza la hipótesis H20:

Hipótesis H20: Existe una relación significativa y positiva entre la definición de la estrategia corporativa por parte del Directorio y la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados por las AFP.

La variable Cumplimiento de las funciones del auditor interno (Funciones_auditorindep) resultó ser positiva y significativa con un *Pvalue* de 0.0238 (H22), mientras que la variable: Tiene política de renovación de auditor independiente (Renova_auditorindep) resultó ser negativa (H23), y también significativa con un *Pvalue* de 0.0407. Estos resultados permiten concluir que el rol del auditor, sea este

interno o externo, sí es determinante para la rentabilidad o desempeño de los fondos administrados por las AFP.

Por lo tanto, con este resultado se acepta la hipótesis H22 y la H23:

Hipótesis H22: Existe una relación significativa y positiva entre el correcto cumplimiento de las funciones del auditor interno y la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados por las AFP.

Hipótesis H23: Existe una relación significativa y positiva entre la existencia de una política de renovación del auditor independiente y la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados por las AFP.

Respecto a la variable observaciones del auditor externo a los accionistas (Observacs_auditorindep) se obtuvo un impacto positivo pero no significativo (H24), el impacto positivo se explica por la importancia de la transparencia y veracidad de la información que la AFP presenta a los accionistas y en caso existan salvedades, estas se deberán corregir; sin embargo, la no significancia parte del hecho que a más observaciones hay un fallo en el procesamiento de la información.

Por lo tanto, con este resultado se rechaza la hipótesis H24:

Hipótesis H24: Existe una relación significativa y positiva entre la existencia de la explicación a los accionistas sobre las observaciones por parte del auditor externo y la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados por las AFP.

La variable política de información (Política_información) tiene un impacto significativo y negativo (H25), debido a que poner a disposición información a todos los grupos de interés genera beneficios para la empresa siempre y cuando la información sea relevante y fácil de interpretar o analizar, caso contrario podría generar confusiones y resultar perjudicial.

Por lo tanto, con este resultado se rechaza la hipótesis H25:

Hipótesis H25: Existe una relación significativa y positiva entre la existencia de una política de información y la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados por las AFP.

Para el caso del PBI (PBI) se obtiene que la variable es significativa (H26), pero el signo es negativo, contrario a lo que se esperaba. Esto se puede deber a que similar a la ecuación del ROA el PBI dominante es el norteamericano y el peruano no determina el movimiento positivo en la rentabilidad de los fondos.

Por lo tanto, con este resultado se acepta la hipótesis H26:

Hipótesis H26: Existe una relación significativa y positiva entre el PBI peruano y la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados por las AFP.

Respecto a la variable del S&P500 (S&P) tenemos que su impacto es positivo y significativo de acuerdo a lo esperado (H27), esto se debe a que gran parte de las inversiones de los portafolios administrados por las AFP se encuentra en el mercado norteamericano por lo que la correlación es alta, un buen desempeño del S&P se traducirá en un mejor desempeño de los fondos.

Por lo tanto, con este resultado se acepta la hipótesis H27:

Hipótesis H27: Existe una relación significativa y positiva entre el S&P 500 y la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados por las AFP.

CAPITULO VI: CONCLUSIONES

En Conclusión, el estudio realizado prueba la hipótesis principal, sí existe una relación significativa entre Gobierno Corporativo y la rentabilidad de los fondos y de las AFP en línea con estudios realizados por Beekes and Brown (2006), Hermanson y Rittenberg (2003), Hambirje & Mason (1984). Los buenos manejos de Gobierno Corporativo deberían generar un buen desempeño en la compañía. Sin embargo, se recomienda esperar unos años más para actualizar y agregar nuevos periodos, así volver a realizar el proceso estadístico y fortalecer los resultados obtenidos. Estos podrían variar con una mayor cantidad de observaciones en un período más largo. Podría haber cambios en cuanto a la relación, debido a que algunas variables que actualmente afectan de manera negativa al resultado, podrían volverse positivas. Es un sector bastante estresado debido a que se encuentra en el centro de la atención pública y política. Hay mucha normativa y leyes que hacen que el desempeño de las AFP se vea constantemente modificadas por eventos que los fondos no pueden manejar.

El primer aspecto clave es que el Gobierno Corporativo medido por las once variables analizadas, en el cual se incluye la comisión como un proxy para los stakeholders, explica en más de un 96% el desempeño del ROA de cada AFP. La mayoría de los valores significativos son positivos lo cual profundiza el primer aspecto clave a analizar que es que un buen Gobierno Corporativo tiene un impacto positivo en la rentabilidad de la AFP. Este impacto positivo sigue la línea de los estudios de Bennedsen (2008), You (1986) y Broackman y Ulu (2010). El tener una política de dividendos, especificar si un director es independiente y tener una política de información con los grupos de interés presentan un impacto positivo esto va alineado a lo trabajado por la SMV, debido a que los principios de la AFP están relacionados con una política de dividendos, así como con una política de información. En ambos casos son dos aspectos que hablan sobre la transparencia de los directivos hacia los accionistas. Pero, adicionalmente son los dividendos y la estrategia dos aspectos claves que le generan valor y rentabilidad a los accionistas. Se recomienda que las AFP puedan compartir mayor información de lo que conforma sus carteras o qué nuevos vehículos de inversión están analizando. La mayor transparencia debería beneficiar a toda la organización.

Por el lado de la variable dependiente de rentabilidad de los fondos el gobierno se obtuvieron resultados mixtos en línea con los estudios de Pucheta-Martinez (2015) y Magdy (2016). Aquí se obtuvieron resultados que van en contra de las hipótesis planteadas en casi todos los casos, excepto por el porcentaje de directores independientes. Esto tiene relación debido a que los directores independientes pueden considerar fundamental salvaguardar los intereses no solo de los accionistas pero también de los pensionistas. La comisión sale positiva, pero con un impacto muy pequeño sobre la rentabilidad de los fondos. Finalmente, la política de los dividendos sale negativa lo que puede significar que el hecho de hablar de dividendos le genere un impacto negativo a los fondos de los pensionistas, debido a que es un egreso que beneficia al accionista, pero no a ellos. Esto fue lo que sucedió en el 2020 con Prima AFP, donde la empresa emitió su política de dividendos y se demostró que esta no iba alineada a los resultados obtenidos por los pensionistas que veían sus fondos perder valor.

La comisión cobrada es la mayor fuente de ingresos de las AFP, como resultado tiene la mayor significancia en el ROA con el efecto de 0.34% ante cada 1% de incremento en la comisión. Sin embargo, la comisión a pesar de que tiene correlación con los fondos el impacto es muy pequeño. Esto refleja cómo la variable proxy de “stakeholders”, no tiene el enfoque adecuado en el actual manejo de las AFP. Las comisiones siendo la principal fuente de ingresos de las AFP y el principal cobro hacia el pensionista, debería tener una correlación aún mayor con los ingresos de ambos participantes. Si esto no ocurre, el modelo de negocio siempre tendrá críticas debido a que los pensionistas afirmarían que las AFP ganan dinero, mientras que sus fondos se ven reducidos.

Es interesante ver cómo todos los resultados obtenidos en el aspecto del beneficio al pensionista fueron lo contrario a las hipótesis. Aquí se refleja cómo al no considerar a los pensionistas en el modelo de negocio, la Gobernanza Corporativa tiene un efecto mixto en el desempeño de los fondos en línea con los resultados obtenidos por Kowalewski (2010). Es decir, las AFP deberían trabajar a mayor profundidad en cómo generar beneficios a estos clientes. Es importante que las AFP consideren tener en marcha nuevas reformas que vayan alineando el Gobierno Corporativo con los

jugadores externos, principalmente los pensionistas. Es igual de relevante que la SMV empiece a considerar a los “stakeholders” como una parte fundamental de los principios de Buen Gobierno Corporativo. Al hacer eso, las empresas cómo las AFP se podrán regular y determinar que su manejo este yendo en línea con uno de los principales pilares de buena gobernanza. Asimismo, es importante notar que el desempeño y resultados de las AFP deberían ir alineados a los resultados que obtienen para los pensionistas. En caso no sea así, también hay un serio problema de agencia entre los directivos y la plana gerencial en contra de los pensionistas. Entonces la empresa como modelo de negocio, no tiene la motivación para trabajar enfatizado en el beneficio de sus pensionistas. Los ingresos deberían estar condicionados a su desempeño. Más aún en un mercado oligopólico donde el estado te obliga ser parte de una de estas cuatro empresas.

Las variables de control consideradas en el estudio aportaron significancia estadística a los modelos y muestran como las variaciones macroeconómicas impactan en la rentabilidad de las empresas y sobre todo en la rentabilidad de los fondos administrados por las AFP. Periodos de crecimiento macroeconómico vendrán acompañado por un mejor desempeño en el valor de las acciones de las empresas lo que finalmente se traduce en un mejor desempeño de los fondos de las AFP cuyas inversiones hayan sido en dichas acciones.

Al realizar el estudio, se encontró que las características estructurales de las AFP en el Perú son similares. No existen características resaltantes entre cada una de ellas. Es un oligopolio creado por el estado que no está reflejando el interés de su principal cliente. En un libre mercado, probablemente sería un modelo de negocio que estaría constantemente perdiendo clientes. Lo que también se encontró es que no hay ninguna AFP que obtenga mejores resultados por lejos. Esto se puede deber a que una de las funciones del sistema de fondos de pensiones es de darle liquidez al mercado de capitales local. Por ende, es muy posible que la renta fija y variable que utilizan estos fondos a modo de inversión sean muy similares.

Por otra parte, es importante resaltar que en el estudio realizado se encontró que la rentabilidad de las AFP no se ve impactada por el buen o mal manejo de los portafolios de cada uno de los fondos administrados lo cual debería modificarse. La rentabilidad debería estar relacionada a qué tanta rentabilidad se le genera al pensionista para evitar posibles conflictos entre AFP y afiliado que es lo que ocurre actualmente en el mercado peruano.

Finalmente, se recomienda que las AFP tengan algunas reformas en beneficio del pensionista. Sino, seguirán existiendo razones y oportunidades para generar críticas por parte de los usuarios y tengan incentivos para retirar su dinero. Lo más crítico es que podrán hacer que el sistema fracase en su totalidad, debido a la existencia de propuestas políticas no óptimas, puedan decidir cambiar el sistema. A pesar de que los fondos de pensiones privados actualmente no son el mejor modelo de negocio, es un sistema que funciona mejor que el público. Sin embargo, mediante un mejor manejo de Gobierno Corporativo, se considerarían más los intereses de los clientes y así crear un sistema más robusto que le genere ingresos y resultados que en beneficio de todos los involucrados que sea valorado como justo.

ANEXOS

ANEXO 01. Reporte sobre el cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las sociedades peruanas

Resolución Gerencia General N°140-2005-EF/94.11

Cuestionario

Pilar I: Derecho de los accionistas

- I.1. ¿La sociedad reconoce en su actuación un trato igualitario a los accionistas de la misma clase y que mantienen las mismas condiciones?
- I.2. ¿La sociedad promueve únicamente la existencia de clases de acciones con derecho a voto?
- I.3. En caso la sociedad cuente con acciones de inversión, ¿La sociedad promueve una política de redención o canje voluntario de acciones de inversión por acciones ordinarias?
- I.4.a. ¿La sociedad establece en sus documentos societarios la forma de representación de las acciones y el responsable del registro en la matrícula de acciones?
- I.4.b. ¿La matrícula de acciones se mantiene permanentemente actualizada?
- I.5.a. ¿La sociedad tiene como política que las propuestas del Directorio referidas a operaciones corporativas que puedan afectar el derecho de no dilución de los accionistas (i.e, fusiones, escisiones, ampliaciones de capital, entre otras) sean explicadas previamente por dicho órgano en un informe detallado con la opinión independiente de un asesor externo de reconocida solvencia profesional nombrado por el Directorio?.
- I.5.b. ¿La sociedad tiene como política poner los referidos informes a disposición de los accionistas?
- I.6. ¿La sociedad determina los responsables o medios para que los accionistas reciban y requieran información oportuna, confiable y veraz?
- I.7. ¿La sociedad cuenta con mecanismos para que los accionistas expresen su opinión sobre el desarrollo de la misma?
- I.8.a. ¿El cumplimiento de la política de dividendos se encuentra sujeto a evaluaciones de periodicidad definida?
- I.8.b. ¿La política de dividendos es puesta en conocimiento de los accionistas, entre otros medios, mediante su página web corporativa?
- I.9. ¿La sociedad mantiene políticas o acuerdos de no adopción de mecanismos anti-absorción?
- I.10.a. ¿El estatuto de la sociedad incluye un convenio arbitral que reconoce que se somete a arbitraje de derecho cualquier disputa entre accionistas, o entre accionistas y el Directorio; así como la impugnación de acuerdos de JGA y de Directorio por parte de los accionistas de la Sociedad?
- I.10.b. ¿Dicha cláusula facilita que un tercero independiente resuelva las controversias, salvo el caso de reserva legal expresa ante la justicia ordinaria?

Pilar II: Junta General de Accionistas

II.1.¿Es función exclusiva e indelegable de la JGA la aprobación de la política de retribución del Directorio?

II.2.¿La sociedad cuenta con un Reglamento de la JGA, el que tiene carácter vinculante y su incumplimiento conlleva responsabilidad?

II.3.Adicionalmente a los mecanismos de convocatoria establecidos por ley, ¿La sociedad cuenta con mecanismos de convocatoria que permiten establecer contacto con los accionistas, particularmente con aquellos que no tienen participación en el control o gestión de la sociedad?

II.4.¿La sociedad pone a disposición de los accionistas toda la información relativa a los puntos contenidos en la agenda de la JGA y las propuestas de los acuerdos que se plantean adoptar (mociones)?

II.5.¿El Reglamento de JGA incluye mecanismos que permiten a los accionistas ejercer el derecho de formular propuestas de puntos de agenda a discutir en la JGA y los procedimientos para aceptar o denegar tales propuestas?

II.6.¿La sociedad tiene habilitados los mecanismos que permiten al accionista el ejercicio del voto a distancia por medios seguros, electrónicos o postales, que garanticen que la persona que emite el voto es efectivamente el accionista?

II.7.¿La sociedad cuenta con documentos societarios que especifican con claridad que los accionistas pueden votar separadamente aquellos asuntos que sean sustancialmente independientes, de tal forma que puedan ejercer separadamente sus preferencias de voto?

II.8.¿La sociedad permite, a quienes actúan por cuenta de varios accionistas, emitir votos diferenciados por cada accionista, de manera que cumplan con las instrucciones de cada representado?

II. 9.¿El Estatuto de la sociedad permite a sus accionistas delegar su voto a favor de cualquier persona?

II.10.a. ¿La sociedad cuenta con procedimientos en los que se detallan las condiciones, los medios y las formalidades a cumplir en las situaciones de delegación de voto?

II.10.b. ¿La sociedad pone a disposición de los accionistas un modelo de carta de representación, donde se incluyen los datos de los representantes, los temas para los que el accionista delega su voto, y de ser el caso, el sentido de su voto para cada una de las propuestas?

II.11.a. ¿La sociedad tiene como política establecer limitaciones al porcentaje de delegación de votos a favor de los miembros del Directorio o de la Alta Gerencia?

II.11.b. En los casos de delegación de votos a favor de miembros del Directorio o de la Alta Gerencia, ¿La sociedad tiene como política que los accionistas que deleguen sus votos dejen claramente establecido el sentido de estos?

II.12.a. ¿La sociedad realiza el seguimiento de los acuerdos adoptados por la JGA?

II.12.b. ¿La sociedad emite reportes periódicos al Directorio y son puestos a disposición de los accionistas?

Pilar III: El Directorio y la alta gerencia

III.1.¿El Directorio está conformado por personas con diferentes especialidades y competencias, con prestigio, ética, independencia económica, disponibilidad suficiente y otras cualidades relevantes para la sociedad, de manera que haya pluralidad de enfoques y opiniones?

III.2.¿La sociedad evita la designación de Directores suplentes o alternos, especialmente por razones de quórum?

III.3.¿La sociedad divulga los nombres de los Directores, su calidad de independientes y sus hojas de vida?

III.4.¿El Directorio tiene como función?: a. Aprobar y dirigir la estrategia corporativa de la sociedad.

III.4.b. Establecer objetivos, metas y planes de acción incluidos los presupuestos anuales y los planes de negocios.

III.4.c. Controlar y supervisar la gestión y encargarse del gobierno y administración de la sociedad.

III.4.d. Supervisar las prácticas de buen gobierno corporativo y establecer las políticas y medidas necesarias para su mejor aplicación.

III.5.¿Los miembros del Directorio tienen derecho a?: a. Solicitar al Directorio el apoyo o aporte de expertos.

III.5.b. Participar en programas de inducción sobre sus facultades y responsabilidades y a ser informados oportunamente sobre la estructura organizativa de la sociedad.

III.5.c. Percibir una retribución por la labor efectuada, que combina el reconocimiento a la experiencia profesional y dedicación hacia la sociedad con criterio de racionalidad.

III.6.¿La sociedad cuenta con un Reglamento de Directorio que tiene carácter vinculante y su incumplimiento conlleva responsabilidad?

III.7.¿Al menos un tercio del Directorio se encuentra constituido por Directores Independientes?

III.8.a. ¿El Directorio declara que el candidato que propone es independiente sobre la base de las indagaciones que realice y de la declaración del candidato?

III.8.b. ¿Los candidatos a Directores Independientes declaran su condición de independiente ante la sociedad, sus accionistas y directivos?

III.9.¿El Directorio cuenta con un plan de trabajo que contribuye a la eficiencia de sus funciones?

III.10.¿La sociedad brinda a sus Directores los canales y procedimientos necesarios para que puedan participar eficazmente en las sesiones de Directorio, inclusive de manera no presencial?

III.11.a. ¿El Directorio evalúa, al menos una vez al año, de manera objetiva, su desempeño como órgano colegiado y el de sus miembros?

III.11.b. ¿Se alterna la metodología de la autoevaluación con la evaluación realizada por asesores externos?

III.12.a. ¿El Directorio de la sociedad conforma comités especiales que se enfocan en el análisis de aquellos aspectos más relevantes para el desempeño de la sociedad?

III.12.b. ¿El Directorio aprueba los reglamentos que rigen a cada uno de los comités especiales que constituye?

- III.12.c. ¿Los comités especiales están presididos por Directores Independientes?
- III.12.d. ¿Los comités especiales tienen asignado un presupuesto?
- III.13. ¿La sociedad cuenta con un Comité de Nombramientos y Retribuciones que se encarga de nominar a los candidatos a miembro de Directorio, que son propuestos ante la JGA por el Directorio, así como de aprobar el sistema de remuneraciones e incentivos de la Alta Gerencia?
- III.14. ¿La sociedad cuenta con un Comité de Auditoría que supervisa la eficacia e idoneidad del sistema de control interno y externo de la sociedad, el trabajo de la sociedad de auditoría o del auditor independiente, así como el cumplimiento de las normas de independencia legal y profesional?
- III.15. ¿La sociedad adopta medidas para prevenir, detectar, manejar y revelar conflictos de interés que puedan presentarse?
- III.16.a. ¿La sociedad cuenta con un Código de Ética (*) cuyo cumplimiento es exigible a sus Directores, gerentes, funcionarios y demás colaboradores (**) de la sociedad, el cual comprende criterios éticos y de responsabilidad profesional, incluyendo el manejo de potenciales casos de conflictos de interés?
- III.16.b. ¿El Directorio o la Gerencia General aprueban programas de capacitación para el cumplimiento del Código de Ética?
- III.17.a. ¿La sociedad dispone de mecanismos que permiten efectuar denuncias correspondientes a cualquier comportamiento ilegal o contrario a la ética, garantizando la confidencialidad del denunciante?
- III.17.b. ¿Las denuncias se presentan directamente al Comité de Auditoría cuando están relacionadas con aspectos contables o cuando la Gerencia General o la Gerencia Financiera estén involucradas?
- III.18.a. ¿El Directorio es responsable de realizar seguimiento y control de los posibles conflictos de interés que surjan en el Directorio?
- III.18.b. En caso la sociedad no sea una institución financiera, ¿Tiene establecido como política que los miembros del Directorio se encuentran prohibidos de recibir préstamos de la sociedad o de cualquier empresa de su grupo económico, salvo que cuenten con la autorización previa del Directorio?
- III.18.c. En caso la sociedad no sea una institución financiera, ¿Tiene establecido como política que los miembros de la Alta Gerencia se encuentran prohibidos de recibir préstamos de la sociedad o de cualquier empresa de su grupo económico, salvo que cuenten con autorización previa del Directorio?
- III.19.a. ¿El Directorio cuenta con políticas y procedimientos para la valoración, aprobación y revelación de determinadas operaciones entre la sociedad y partes vinculadas, así como para conocer las relaciones comerciales o personales, directas o indirectas, que los Directores mantienen entre ellos, con la sociedad, con sus proveedores o clientes, y otros grupos de interés?
- III.19.b. En el caso de operaciones de especial relevancia o complejidad, ¿Se contempla la intervención de asesores externos independientes para su valoración?
- III.20.a. ¿La sociedad cuenta con una política clara de delimitación de funciones entre la administración o gobierno ejercido por el Directorio, la gestión ordinaria a cargo de la Alta Gerencia y el liderazgo del Gerente General?
- III.20.b. ¿Las designaciones de Gerente General y presidente de Directorio de la sociedad recaen en diferentes personas?
- III.20.c. ¿La Alta Gerencia cuenta con autonomía suficiente para el desarrollo de las funciones asignadas, dentro del marco de políticas y lineamientos definidos por el Directorio, y bajo su control?

III.20.d. ¿La Gerencia General es responsable de cumplir y hacer cumplir la política de entrega de información al Directorio y a sus Directores?

III.20.e. ¿El Directorio evalúa anualmente el desempeño de la Gerencia General en función de estándares bien definidos?

III.20.f. ¿La remuneración de la Alta Gerencia tiene un componente fijo y uno variable, que toman en consideración los resultados de la sociedad, basados en una asunción prudente y responsable de riesgos, y el cumplimiento de las metas trazadas en los planes respectivos?

Pilar IV: Riesgo y cumplimiento

IV.1.a. ¿El Directorio aprueba una política de gestión integral de riesgos de acuerdo con su tamaño y complejidad, promoviendo una cultura de gestión de riesgos al interior de la sociedad, desde el Directorio y la Alta Gerencia hasta los propios colaboradores?

IV.1.b. ¿La política de gestión integral de riesgos alcanza a todas las sociedades integrantes del grupo y permite una visión global de los riesgos críticos?

IV.2.a. ¿La Gerencia General gestiona los riesgos a los que se encuentra expuesta la sociedad y los pone en conocimiento del Directorio?

IV.2.b. ¿La Gerencia General es responsable del sistema de gestión de riesgos, en caso no exista un Comité de Riesgos o una Gerencia de Riesgos?

IV.3. ¿La sociedad cuenta con un sistema de control interno y externo, cuya eficacia e idoneidad supervisa el Directorio de la Sociedad?

IV.4.a. ¿El auditor interno realiza labores de auditoría en forma exclusiva, cuenta con autonomía, experiencia y especialización en los temas bajo su evaluación, e independencia para el seguimiento y la evaluación de la eficacia del sistema de gestión de riesgos?

IV.4.b. ¿Son funciones del auditor interno la evaluación permanente de que toda la información financiera generada o registrada por la sociedad sea válida y confiable, así como verificar la eficacia del cumplimiento normativo?

IV.4.c. ¿El auditor interno reporta directamente al Comité de Auditoría sobre sus planes, presupuesto, actividades, avances, resultados obtenidos y acciones tomadas?

IV.5. ¿El nombramiento y cese del Auditor Interno corresponde al Directorio a propuesta del Comité de Auditoría?

IV.6. ¿La JGA, a propuesta del Directorio, designa a la sociedad de auditoría o al auditor independiente, los que mantienen una clara independencia con la sociedad?

IV.7.a. ¿La sociedad mantiene una política de renovación de su auditor independiente o de su sociedad de auditoría?

IV.7.b. En caso dicha política establezca plazos mayores de renovación de la sociedad de auditoría, ¿El equipo de trabajo de la sociedad de auditoría rota como máximo cada cinco (5) años?

IV.8. En caso de grupos económicos, ¿el auditor externo es el mismo para todo el grupo, incluidas las filiales off-shore?

Pilar V: Transparencia de la información

V.1.¿La sociedad cuenta con una política de información para los accionistas, inversionistas, demás grupos de interés y el mercado en general, con la cual define de manera formal, ordenada e integral los lineamientos, estándares y criterios que se aplicarán en el manejo, recopilación, elaboración, clasificación, organización y/o distribución de la información que genera o recibe la sociedad?

V.2.¿La sociedad cuenta con una oficina de relación con inversionistas?

.En caso existan salvedades en el informe por parte del auditor externo, ¿dichas salvedades han sido explicadas y/o justificadas a los accionistas?

V.3.¿La sociedad revela la estructura de propiedad, considerando las distintas clases de acciones y, de ser el caso, la participación conjunta de un determinado grupo económico?

V.4.¿La sociedad informa sobre los convenios o pactos entre accionistas?

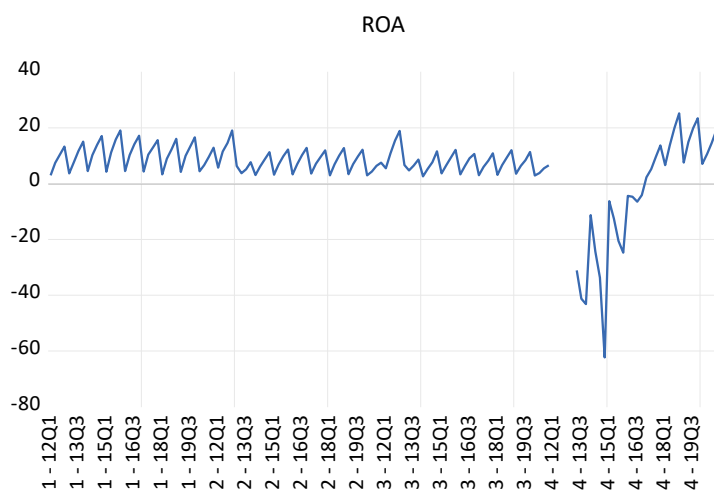
V.5.¿La sociedad divulga los estándares adoptados en materia de gobierno corporativo en un informe anual, de cuyo contenido es responsable el Directorio, previo informe del Comité de Auditoría, del Comité de Gobierno Corporativo, o de un consultor externo, de ser el caso?

ANEXO 02. Evolutivo ROA y ROE de las AFP peruanas. Periodo 2012 – 2020

Para las estimaciones de las ecuaciones del ROA y ROE se consideraron a tres de las AFP, Prima, Profuturo e Integra. No incluimos a Habitat debido a la no estacionariedad de su serie como se puede observar en los siguientes gráficos.

Figura Anexo 2.1

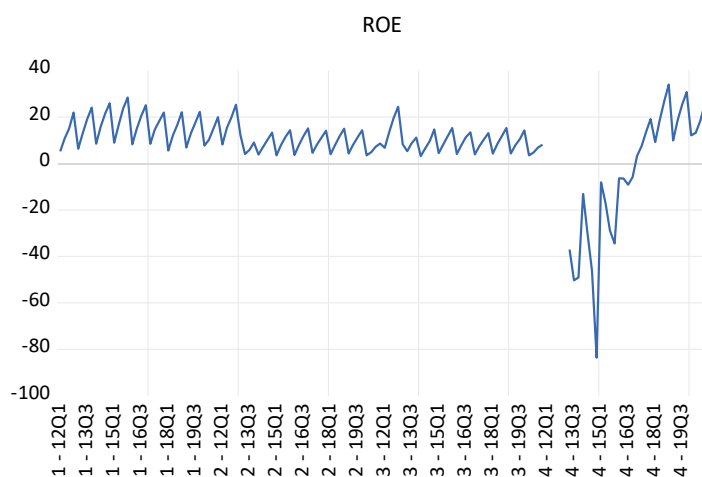
Variación del ROA entre los periodos 2012 – 2020.



Nota. Fuente y elaboración propia

Figura Anexo 2.2

Variación del ROE entre los periodos 2012 – 2020



Nota. Fuente y elaboración propia

El comportamiento no estacionario de la serie se explica porque Habitat inició operaciones en el año 2013 incurriendo en pérdidas hasta el año 2017.

Para las estimaciones de las ecuaciones de la rentabilidad de los fondos sí se han considerado a las cuatro AFP ya que las series son estacionarias, esto ocurre comúnmente cuando se trabaja con rentabilidades.

ANEXO 03. Resultados estadísticos ROA. Ecuaciones iniciales y Tests

- Ecuación inicial ROA

Tabla Anexo 3.1

Ecuación inicial del ROA

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.884112	4.032788	0.715166	0.4766
Tamaño_directorio	-0.040151	0.127662	-0.314508	0.7539
Director_independiente	-0.040447	0.035626	-1.135328	0.2596
Comisiones	0.251808	0.093975	2.679524	0.0089
Política_dividendos	0.296649	0.267632	1.108422	0.2710
Reportes_periódicos	0.894963	0.269016	3.326801	0.0013
Funciones_auditorindep	1.648238	0.479106	3.440237	0.0009
Renova_auditorindep	-0.646557	0.439715	-1.470402	0.1453
Política_información	1.313593	0.286161	4.590398	0.0000
PBI	-35.04678	9.435586	-3.714319	0.0004
S&P	4.712152	3.577889	1.317020	0.1915
Observacs_auditorindep	-0.636563	0.432556	-1.471633	0.1450

Effects Specification		S.D.	Rho
Period random		0.446489	0.4854
Idiosyncratic random		0.459734	0.5146

Weighted Statistics			
Root MSE	0.492273	R-squared	0.968974
Mean dependent var	4.583793	Adjusted R-squared	0.965324
S.D. dependent var	2.809444	S.E. of regression	0.523157
Sum squared resid	23.26396	F-statistic	265.4678
Durbin-Watson stat	1.413852	Prob(F-statistic)	0.000000

Unweighted Statistics			
R-squared	0.968924	Mean dependent var	8.970222
Sum squared resid	55.26186	Durbin-Watson stat	1.378844

Nota. Fuente y elaboración propia.

- **Test de Hausman para el ROA**

Tabla Anexo 3.2.

Test de Hausman para el ROA

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Period random	0.100328	10	0.9511

Nota. Fuente y elaboración propia.

- **Test de Breusch – Pagan para el ROA**

Tabla Anexo 3.3

Test de Breusch – Pagan para el ROA

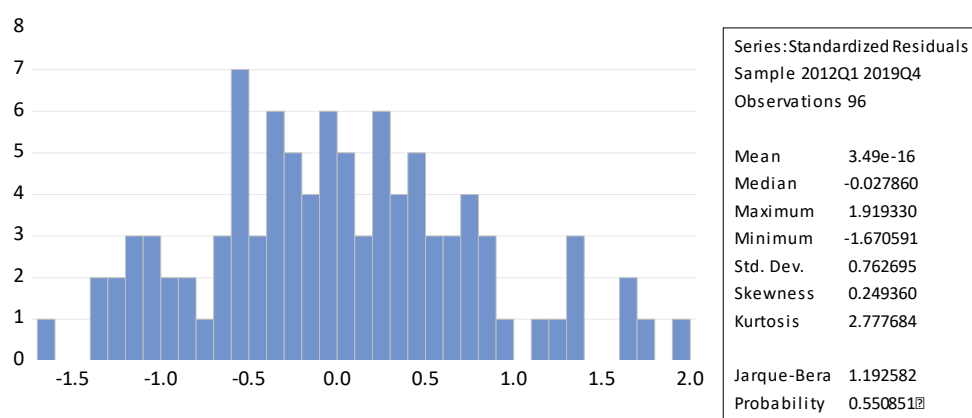
	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	0.244580 (0.6209)	30.59577 (0.0000)	30.84035 (0.0000)

Nota. Fuente y elaboración propia.

- **Test de normalidad Jarque-Bera para el ROA**

Figura Anexo 3.1

Test de normalidad para el ROA



Nota. Fuente y elaboración propia

ANEXO 04. Resultados estadísticos ROE. Ecuaciones iniciales y Tests

- **Ecuación inicial del ROE**

Tabla Anexo 4.1

Ecuación inicial para el ROE

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Tamaño_directorio	0.135784	0.133699	1.015593	0.3127
Comisiones	0.343913	0.008258	41.64515	0.0000
Director_independiente	-0.030083	0.026041	-1.155228	0.2512
Reportes_periódicos	0.839126	0.371747	2.257246	0.0265
Declara_directorindep	0.670866	0.604176	1.110380	0.2699
Funciones_auditorindep	2.326405	0.681715	3.412576	0.0010
Renova_auditorindep	-0.867565	0.548161	-1.582682	0.1172
Observacs_auditorindep	-0.256097	0.470912	-0.543832	0.5880
Política_información	2.284106	0.624413	3.658006	0.0004
C	-3.775601	1.607917	-2.348132	0.0212

Nota. Fuente y elaboración propia.

- **Test de especificación de Breusch-Pagan para el ROE**

Tabla Anexo 4.2

Test de Breusch – Pagan para el ROE

	Cross-section	Test Hypothesis Time	Both
Breusch-Pagan	1.261052 (0.2615)	34.44566 (0.0000)	35.70672 (0.0000)

Nota. Fuente y elaboración propia.

- **Test de Hausman para el ROE**

Tabla Anexo 4.3

Test de Hausman para el ROE

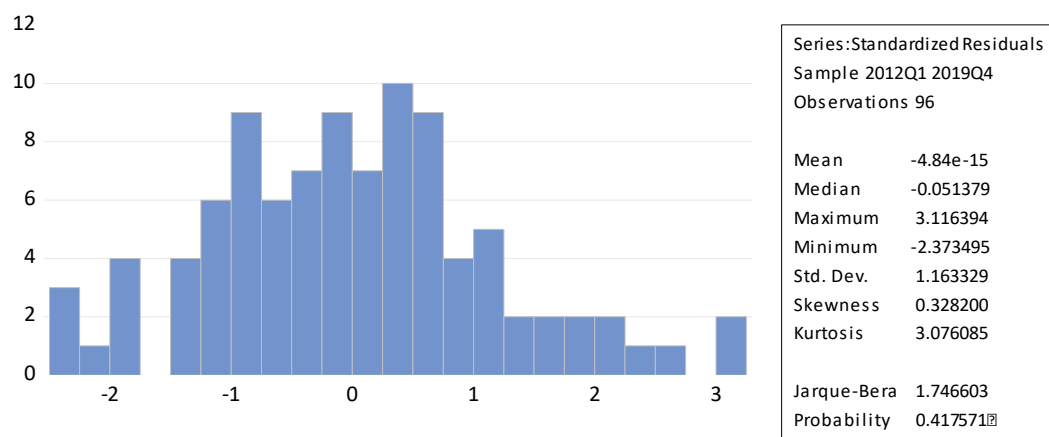
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Period random	3.520569	4	0.3181

Nota. Fuente y elaboración propia.

- **Test de normalidad Jarque – Bera para el ROE**

Figura Anexo 4.1

Test de normalidad para el ROE



Nota. Fuente y elaboración propia.

ANEXO 05. Resultados estadísticos para la rentabilidad de los fondos
Ecuaciones iniciales y Tests

- Ecuación inicial para los fondos administrados**

Tabla Anexo 5.1

Ecuación inicial para los fondos administrados

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10.49002	2.583900	4.059762	0.0001
Tamaño_directorio	0.211809	0.177455	1.193590	0.2354
Comisiones	0.079921	0.024024	3.326766	0.0012
Política_dividendos	-1.554474	0.498842	-3.116167	0.0024
Reportes_periódicos	0.959624	0.510198	1.880885	0.0628
Funciones_auditorindep	1.935884	0.843461	2.295166	0.0238
Renova_auditorindep	-1.534972	0.740617	-2.072557	0.0407
S&P	9.092834	7.524050	-1.208503	0.0296
PBI	-186.0255	21.74753	-8.553867	0.0000
Observacs_auditorindep	0.437956	0.351667	1.245371	0.2158
Política_información	-1.462963	0.552165	-2.649502	0.0093

Effects Specification

	S.D.	Rho
Period random	4.880121	0.9732
Idiosyncratic random	0.809112	0.0268

Weighted Statistics

Root MSE	0.765549	R-squared	0.301734
Mean dependent var	0.572235	Adjusted R-squared	0.235233
S.D. dependent var	0.916149	S.E. of regression	0.804651
Sum squared resid	67.98359	F-statistic	4.537256
Durbin-Watson stat	0.903575	Prob(F-statistic)	0.000024

Nota. Fuente y elaboración propia.

- **Test de Breusch – Pagan para los fondos administrados**

Tabla Anexo 5.2

Test de Breusch - Pagan para los fondos administrados

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	1.842059 (0.1747)	138.4907 (0.0000)	140.3328 (0.0000)

Nota. Fuente y elaboración propia

- **Test de Hausman para los fondos administrados**

Tabla Anexo 5.3

Test de Hausman para los fondos administrados

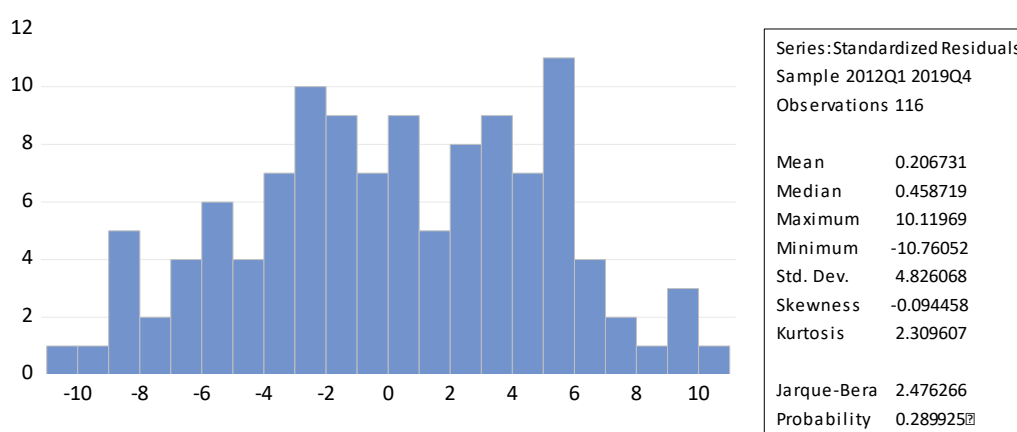
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Period random	1.932754	10	0.5865

Nota. Fuente y elaboración propia

- **Test de normalidad Jarque-Bera para los fondos administrados**

Figura Anexo 5.1.

Test de normalidad para los fondos administrados



Nota. Fuente y elaboración propia.

ANEXO 06. Relación de los pilares de los principios de gobierno corporativo con la rentabilidad

Pilar I - Derechos de los accionistas y la rentabilidad

El accionista de una empresa cotizada en bolsa cuenta con ciertos derechos como asistencia a la Junta General de Accionistas, a tener acceso a información de la empresa, entre otros además de recibir beneficios como los dividendos. De acuerdo a Fernández (2005), la rentabilidad percibida por los accionistas es el aumento del valor (diferencia de riquezas) en un año dividido por la capitalización al inicio de año y la rentabilidad exigida es la que solicitan para percibir una buena remuneración. Por lo tanto la empresa genera valor para los accionistas cuando hay incrementos en la rentabilidad de la empresa y esta supera a la exigida a las acciones.

Pilar II - Junta General de accionistas y la rentabilidad

La Junta General de Accionistas tiene múltiples funciones que según la Ley General de Sociedades Peruanas son la elección del Directorio, aprobar el balance y el destino de las utilidades, realizar investigaciones y auditorías, modificar estatutos, definir el aumento y reducción de capital y todos aquellos asuntos que sean importantes para la empresa.

Pilar III - Directorio y la Alta Gerencia y la rentabilidad

El Directorio cumple el rol de dirigir y monitorear la empresa, además debe cumplir con ciertos requerimientos como por ejemplo la presencia de directores independientes que se caractericen por ser imparciales, buscando la diversidad de competencias y que tomen decisiones responsables buscando un equilibrio entre los intereses personales y de la empresa. El Directorio contribuye a la generación de valor de la empresa haciendo seguimiento al desempeño del comité y ejecutivos y tomando decisiones que impliquen conflictos de interés (Lawrence y Stapledon, 1999)

Pilar IV - Riesgo y Cumplimiento y la rentabilidad

La existencia de sistemas que garanticen el control de riesgos y la protección de los intereses de los involucrados en la empresa, genera estabilidad y continuidad. Cumplir con un Buen Gobierno Corporativo resulta en lograr un seguimiento de riesgos con los procesos adecuados, garantizar el manejo de los mismos y detectar oportunidades en los riesgos identificados.

Por ello, tener una “gestión integral de riesgos es una de las estrategias más importantes para lograr un crecimiento sostenible a largo plazo, pues a partir de ella es posible identificar, cuantificar, transferir o dispersar las amenazas que podrían poner en entredicho los resultados o incluso la viabilidad del negocio.” (KMG, 2019).

Pilar V - Transparencia de la información y la rentabilidad

El cumplir con un Buen Gobierno Corporativo está relacionado a tener transparencia de la información, lo cual incrementa la credibilidad, mantener una buena reputación, exigir mayor responsabilidad de los miembros y además de ser clave para la toma de decisiones.

ANEXO 07. Relación de los pilares de los principios de gobierno corporativo con la rentabilidad de los fondos administrados por la AFP

Pilar I - Derechos de los accionistas y la rentabilidad del fondo administrado por la AFP

Los diferentes tipos de fondos administrados por las AFP en realidad son portafolios de inversión que buscan obtener rentabilidad y de acuerdo con Brinson et al. (2018) el desempeño de un portafolio de inversión dependerá de su exposición a diferentes clases de activos y de mercados. En este sentido, el rendimiento de los fondos administrados de por las AFP se verá afectado según los activos en los que se haya invertido dentro del marco regulatorio.

Según Ross (2009) si se quiere maximizar el valor de las acciones, se debe maximizar el valor de la empresa. En base a ello, el buen desempeño de los fondos administrados por la AFP permitirá atraer a nuevos afiliados e independientemente del esquema de comisión que consideremos, sobre flujo o sobre saldo, se incrementará la rentabilidad de la empresa y finalmente el valor de las acciones.

Pilar II - Junta General de accionistas y la rentabilidad del fondo administrado por la AFP

De acuerdo a la Ley General de Sociedades, la Junta General de Accionistas tiene como facultad la elección del Directorio y mientras más experiencia y capacitación tenga en temas de economía e inversiones mejor será el desempeño de los fondos. El

Directorio aprueba los lineamientos de inversión y establece el apetito al riesgo que es capaz de tomar la compañía en función de las características del fondo que se trate.

Pilar III - Directorio y la Alta Gerencia y la rentabilidad del fondo administrado por la AFP

Ding y Wermers (2009) concluyeron en su investigación que directores y administradores de portafolio con amplia experiencia en inversiones se desempeñaban por encima de los benchmarks establecidos. Por otra parte, el rol de los directores internos es fundamental en este tipo de empresas ya que monitorean mejor el desempeño del fondo. Medir constantemente el desempeño del Directorio también es fundamental para lograr el mejor desempeño posible en función de la evolución de la economía.

Pilar IV - Riesgo y Cumplimiento y la rentabilidad del fondo administrado por la AFP

Establecer el máximo nivel de riesgo al cual se puede exponer cada fondo es fundamental para alinear en ese sentido la política de inversión, además que limita en buena forma las acciones que el administrador de portafolios puede tomar, minimizando así las potenciales pérdidas. De acuerdo con Teller y Kock (2013) la administración de riesgos no debe estar solo enfocada en el riesgo de mercado sino tener un alcance más amplio como liquidez, crédito, operacional, etc.

Pilar V - Transparencia de la información y la rentabilidad del fondo administrado por la AFP

Los grupos de interés, principalmente los afiliados, valoran el acceso a la información ya que les permite hacer seguimiento al desempeño de su fondo, de tal forma que les permita monitorear en qué se está invirtiendo y cómo ha evolucionado la rentabilidad. La transparencia de la información genera cierta presión a los administradores del fondo para que se desempeñen de la mejor forma posible porque caso contrario se desalienta al ingreso de nuevos pensionistas y muchos de los afectados pueden cambiar de AFP.

BIBLIOGRAFÍA

- Alfaro, Eduardo. (2014) *Tesis el Sistema Previsional peruano y la necesidad de plantear una nueva reforma*. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Altamirano et al. (2019) *Diagnóstico del Sistema de Pensiones Peruano y Avenidas de Reforma*. Banco Interamericano de Desarrollo. División de Mercados Laborales.
- Alva, M (2019). *Inversiones de AFP peruanas son las más agresivas de Latinoamérica*. Gestión Mercados Economía. <https://gestion.pe/economia/mercados/inversiones-afp-peruanas-son-agresivas-latinoamerica-270994-noticia/?ref=gesr>
- Alves, S. (2013) *The impact of audit committee existence and external audit on earnings management evidence from Portugal*. Journal of Financial Reporting and Accounting. Vol. 11, No. 2, pp. 143-165.
- Ambachtsheer. K (2016) *The Future of Pension Management - Integrating Design, Governance, and Investing*. Wiley Finance Series. New Jersey, Estados Unidos
- Andina.pe. (07 de abril de 2020). *AFP Prima suspende pago de dividendos del 2019 a sus accionistas*. <https://andina.pe/agencia/noticia-afp-prima-suspende-pago-dividendos-del-2019-a-sus-accionistas-792076.aspx>
- Andrews, K.R. (1986). *The concept of corporate strategy*, Homewood, IL: Irwin.
- Argandoña, A. (1998) *La Teoría de los Stakeholders y el Bien Común*. IESE Universidad de Navarra. Barcelona, España. 1-13.
- Argente, E. (2012). *El gobierno corporativo en empresas hispano-marroquíes* <https://hera.ugr.es/tesisugr/20948670.pdf>.
- Asare, Thomas. (2009). *Internal Auditing in the Public Sector: Promoting Good Governance and Performance Improvement*. International Journal on Governmental Financial Management. Vol. IX, No. 1, 15- 28.
- Asteriou, D. y Stephen G. Hall (2007). *“Applied Econometrics a Modern Approach”*, Revised Edition, Palgrave Macmillan.
- Azmy, Anggreini, & Hamim (2019). *Effect Of Good Corporate Governance On Company Profitability RE & Property Sector In Indonesia*. Journal Akuntansi, Volume XXIII, No. 01. Retrieved from <https://ecojoin.org/index.php/EJA/article/view/457>
- Balbi, S. (2017). *Director independiente: ¿director cautivo?*. <https://repositorio.udes.edu.ar/jsui/handle/10908/16968>.
- Balsam, S. & Krishnan J. & Yang, J. (2003). *Auditor Industry Specialization and Earnings Quality*. Auditing: A Journal of Practice and Theory. Vol. 22, No. 2, pp. 71-97.

- Banco Central de Reserva del Perú. *Estadísticas series anuales PBI*.
<https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/anuales/producto-bruto-interno-mill-soles-del-2007>
- Banco Central de Reserva del Perú. *Estadísticas series mensuales inflación*.
<https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/mensuales/resultados/PN01273PM/html>
- Banco Central de Reserva del Perú. *Memoria anual 2012*.
<https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Memoria/2012/memoria-bcrp-2012-0.pdf>
- Banco Central de Reserva del Perú. *Memoria anual 2014*.
<https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Memoria/2014/memoria-bcrp-2014-0.pdf>
- Banco Central de Reserva del Perú. *Memoria anual 2017*.
<https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Memoria/2017/memoria-bcrp-2017-0.pdf>
- Banco Central de Reserva del Perú. *Memoria anual 2019*.
<https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Memoria/2019/memoria-bcrp-2019-0.pdf>
- Banco Central de Reserva del Perú. *Memoria anual 2020*.
<https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Memoria/2020/memoria-bcrp-2020-0.pdf>
- Banco Central de Reserva del Perú. *Memoria anual 2021*.
<https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Memoria/2020/memoria-bcrp-2020-0.pdf>
- Baran, L. Y Frost, A. Y Via, T. (2019) *Dual Class Share Structure and Innovation*.
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3183517>
- Beekes, W. & Brown, P. (2006). *Do Better-Governed Australian Firms Make More Informative Disclosures?* Journal of Business Finance & Accounting Vol 3, No. 3-4, pp. 422-450.
- Benavente et al. (2018) *Tesis Impacto del Gobierno Corporativo en la Rentabilidad de los Bancos del Perú*. Lima: Universidad ESAN.
https://repositorio.esan.edu.pe/bitstream/handle/20.500.12640/1237/2018_MAF_15-2_02_T.pdf?sequence=1&isAllowed=y.
- Bennedsen, M.; Kongsted, H. y Nielsen, K. (2008). The causal effect of board size in the performance of small and medium-sized firms.
<https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jbfina:v:32:y:2008:i:6:p:1098-1109>

- Bijalwan, J. & Madan, P. (2013). *Corporate Governance Practices, Transparency and Performance of Indian Companies*. The IUP Journal of Corporate Governance, Vol. XII, No. 3, pp. 45-79.
- Bratten, B., Gaynor, L., McDaniel, L., Monatague, N. & Sierra, G. (2013). *The audit of fair values and the restimates: The effects of underlying environmental, task, and auditor-specific factors*. Auditing: A Journal of Practice & Theory. Vol. 32, Issue 1, pp. 7-44.
- Brockman, P., & Unlu, E. (2009). *Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt*. Journal of Financial Economics, 92(2), 276–299.
- Byrne J. Y O'Connor T. (2012) *Creditor Rights and the Outcome Model of Dividends*. The Quarterly Review of Economics and Finance. Vol.52, Issue 2, 2012, 227-242.
- Cabezas, C. (2018). *Análisis del Sistema de las AFP en Chile, Perú y México*. Universidad de Chile Facultad de Derecho. Santiago, Chile.
- CaixaBank (10 de Junio de 2021). *Qué son los Dividendos*. https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/Espacio_accionista/junior_accionistas/Curso_de_bolsa_f06.pdf
- Carmona, Mariana & Carrión, Hanne. (2015). *Potencia de la prueba estadística de normalidad Jarque-Bera frente a las pruebas de Anderson-Darling, Jarque Bera Robusta, Chi-Cuadrada, Chen-Shapiro y Shapiro-Wilk*.
- Castillo. E, Gestión Opinión. (04 de Febrero de 2021). *AFP vs. Políticos ¿y los afiliados?* <https://gestion.pe/opinion/enrique-castillo-afp-vs-politicos-y-los-afiliados-noticia/>
- Cenciarelli, V., Greco, G., Allegrini., (2018) *External Audit and Bankruptcy Prediction*. *Journal of Management and Governance*. Volume, 22. Pp. 863-890.
- Chan, P. & Ezzamel, M. & Gwilliam, D. (1993) *Determinants of Audit Fees for Quoted UK Companies*. Journal of Business Finance and Accounting Vol. 20, No. 6, pp. 765-787.
- Chang G. Y Reinoso G. *Los fondos de Pensión y las Inversiones en Proyectos de Infraestructura*. Moneda Inversiones, 19-23. <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Moneda/moneda-154/moneda-154-04.pdf>
- Cheffins, B (2011). *The History of Corporate Governance*. University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 54/2011 ECGI - Law Working Paper No. 184/2012, 1-32.
- Cheung. Y, Connelly. T, Jiang. P & Limpaphayon. P (2011). *Does Corporate Governance Predict Future Performance? Evidence from Hong Kong*. Financial Management. Vol. 44, Issue 1. pp. 159-197.
- Daks. M (2021). *The S&P 500 is seen as a gauge of the stock market itself – here's how this widely watched stock index works*. *Business Insider*. <https://www.businessinsider.com/what-is-the-sp-500>

- Deloitte Noticias. (1 de Abril de 2021). *¿Qué es el Gobierno Corporativo? Transparencia y Confianza*. <https://www2.deloitte.com/es/es/pages/governance-risk-and-compliance/articles/que-es-el-gobierno-corporativo.html>
- Díaz et al. (2020) *Tesis Relación del grado de cumplimiento de Gobierno Corporativo en la Rentabilidad y Costo de la Deuda Financiera en las empresas mineras del Perú que cotizan en la BVL durante los años 2014-2018*. Lima: Universidad ESAN.
- Dogo (2001). Management of Cost and Prices in Nigerian Public Enterprises. Niger. Manage. 5(1)(2)
- El Comercio. (30 de Enero de 2021). *Fact-Checking: Carmen Omonte y su explicación sobre cómo operaría el nuevo sistema de pensiones*. <https://elcomercio.pe/economia/peru/fact-checking-carmen-omonte-y-su-explicacion-sobre-como-operaria-el-nuevo-sistema-de-pensiones-afp-siup-noticia/>
- Enriques, Luca. (2009). Modernizing Italy's Corporate Governance Institutions: Mission Accomplished? . ECGI - Law Working Paper No. 123/2009. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1400999>
- Fooladi. M & Abdul Shukor, A. (2012) *Board of Directors, Audit Quality and firm performance: Evidence from Malaysi*. University Kebangsaan Malaysia.
- Freeman, R. Edward, (2015) Managing for Stakeholders (January 2007). University of Virginia Darden School of Business. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1186402>
- Fung, B. (2014). *The Demand and Need for Transparency and Disclosure in Corporate Governance*. Universal Journal of Management Vol. 2, No. 2, pp. 72-80.
- Ganga Contreras, F. A., Ramos Hidalgo, M. E., Leal Millán, A. G., & Valdivieso Fernández, P. E. (2015). *Teoría de agencia (TA): supuestos teóricos aplicables a la gestión universitaria*. Innovar, 25(57), 11-26. <http://dx.doi.10.15446/innovar.v25n57.50324>.
- Gestión (13 de Abril de 2015). Reparto de utilidades a trabajadores, ¿en qué consiste?. Tu Dinero. <https://gestion.pe/tu-dinero/reparto-utilidades-trabajadores-consiste-85359-noticia/>
- Greene, W. (2008). *Econometric Analysis*. Ed. 6. Stern School of Business, New York University.
- Gujarati, D. (2004). Basic Econometrics, 4th edition. McGraw-Hill Companies.
- Gutierrez, J. y Tapia, J. (2016). Relación entre liquidez y rentabilidad de las empresas del sector industrial que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, 2005-2014. https://repositorio.upeu.edu.pe/bitstream/handle/UPEU/466/Joel_Tesis_bachiller_2016.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Gyamfi, A. & Addai B. & Kwasi. G. (2021). *Macroeconomic determinants of mutual funds performance in in Ghana*. Cogent Economics & Finance. Vol (9), pp. 1-20.

- Hambrick, D. and Mason, P. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers, *Academy of Management Review*, 9, 193-206.
- Hebb, T. (2006). *The Economic Inefficiency of Secret Pension Fund Investors' Corporate Transparency Concerns*. *Journal of Business Ethics* Vol. 63, pp. 385-405.
- Hermanson D, Rittenberg L (2003). Internal Audit and Organizational Governance, Florida, the Institute of Internal Auditors Research Foundation.
- Hillman, A y Withers, M y Collins, B. (2009) *Resource Dependence Theory: A Review*. *Journal of Management*. 1-24
- HOOPP (28 de Abril de 2021). The Defined Benefit difference. Healthcare of Ontario Pension Plan. <https://hoopp.com/members/become-an-ambassador/defined-contribution-vs-defined-benefit-plans>
- Judge, W.Q. and Zeithaml, C.P. (1992). Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision process, *Academy of Management Journal*, 35, 766-794.
- Kowalewski, O. (2010). *Corporate governance and pension fund performance*. <https://ssrn.com/abstract=1799962>
- KPMG (2002). Corporate Governance in Europe, KPMG survey 2001/02 (online). Available at: <http://www.kpmg.ch/library/pdf/20050427>.
- Krafft, J. & Qu, Y. & Quattraro, F. & Ravix, J. (2013). *Corporate Governance, Value and Performance of Firms: New Empirical Results on Convergence From a Large International Database*. *Industrial and Corporate Change*. Vol. 23, No. 2, pp. 361-397.
- Larcker, D. y Tayan, B. (2020) *Corporate Governance Matters - A Closer Look at Organizational Choices and their Consequences*. Pearson Education Inc. Estados Unidos
- Lin. J & Hwang. M (2010) Audit Quality, Corporate Governance, and Earnings Management: A Meta-Analysis. *International Journal of Auditing*. Vol. 14, pp. 57-77.
- Lynch, J. (1979). Activating the board of directors: A study of the process of increasing board effectiveness, Unpublished Dissertation, Boston: Harvard University Graduate School of Business Administration.
- Magdy, O.; Eldahrawey, K. y Abdelghany, M. (2016). *Accounting Information, Corporate Governance and Debt Covenants: Egyptian Evidence*. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3770318>
- Manita. R, Elommal. N, Baudier. P & Hikkerova. P (2020) *The digital transformation of external audit and its impact on corporate governance*. *Technological Forecasting & Social Change*. Volume 150.

- Mendiola et al. (2013) *Análisis del sistema privado de pensiones: propuesta de reforma y generación de valor*. Primera edición. Lima: Universidad ESAN / Cendoc.
- Muchiri, N. W., & Jagongo, A. (2017). Internal auditing and financial performance of public institutions in Kenya: A case study of Kenya Meat Commission. *African Journal of Business Management*, 11(8), 168-174.
- Mui, G. & Peng, S. (2019). *Corporate Transparency, Competitive Advantage and Firm Performance: Evidence from Public Listed Firms in Malaysia*. *Global Business and Management Research: An International Journal*. Vol. 11, No. 2.
- Muñoz, C (2011). *Buen Gobierno Corporativo = Competitividad*. Revista E+E ESPAÑOL y EMPRESA. Año 2, Número 5, Octubre - Diciembre 2011
- OCDE. (2016). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20*. Editions OCDE, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>
- Ong, C. H., & Lee, S. H. (2000). *Board Functions and Firm Performance: A Review and Directions for Future Research*. *Journal of Comparative International Management*, 3(1). Retrieved from <https://journals.lib.unb.ca/index.php/JCIM/article/view/461>
- Pearce II, J.A. and Zahra, S.A. (1991). The relative power of CEOs and boards of directors: Associations with corporate performance, *Strategic Management Journal*, 12, 135-153.
- Presidencia de la República (1973). *Decreto Legislativo N° 19990. El Gobierno Revolucionario crea el Sistema Nacional de Pensiones de la Seguridad Social*. https://cdn.www.gob.pe/uploads/document/file/251495/226861_file20181218-16260-fwxiyt.pdf
- Pucheta-Martínez, M. (2015). El papel del Consejo de Administración en la creación de valor en la empresa. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1138489114000314>.
- Radwa, M. (2016). *Disclosure Quality, Corporate Governance Mechanisms and Firm Value*. Doctor's Thesis, Sterling Management School, University of Sterling.
- Rahman, M. & Mean, M. & Chaudhory, N. (2019). *The Impact of Audit Characteristics on Firm Performance. An Empirical Study from an Emergency Economy*. *Journal of Asian Finance. Economics and Business* Vol. 6, No. 1, pp. 59-69.
- Reyes, C. y Briano, G. (2017). Las mujeres en el consejo de administración y equipo directivo y responsabilidad social empresarial en empresas cotizadas de Colombia. <http://congreso.investiga.fca.unam.mx/docs/xxii/docs/10.03.pdf>.

- Rojas, J (2014) *El Sistema Privado de Pensiones en el Perú*. Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Lima, Peru
- Santolíquido, D., Briozzo, A., Albanese, D. (2014). Gobierno corporativo, rentabilidad y financiamiento en pymes. <http://repositoriodigital.uns.edu.ar/handle/123456789/4342>.
- Shleifer, A & Vishny, R. (1986). *Large Shareholders and Corporate Control*. Journal of Political Economy. Vol. 94, No. 3, pp. 461-488.
- Singh, T. & Mehta, S. & Varsha, S. (2011). *Macroeconomic factors and stock returns: Evidence from Taiwan*. Journal of Economics and International Finance. Vol. 2(4), pp. 217-227.
- Smith, A (1776) *An Inquiry into the Nature and Causes of The Wealth of Nations*. Bantam Classics. London, UK.
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. Sistema Privado de Pensiones. <https://www.sbs.gob.pe/estadisticas-y-publicaciones/estadisticas-/sistema-privado-de-pensiones>
- Tan, M. y Cam, M. (2014). Does governance structure influence pension fund fees and costs? An examination of Australian not-for-profit superannuation funds. <https://doi.org/10.1177/0312896214525179>.
- Torring, J. Y Ollgaard, T. (2020) *Does Stewardship Theory Provide a Viable Alternative to Control-Fixated Performance Management?* Administrative Sciences Department of Social Sciences and Business, Roskilde University. Roskilde, Denmark.
- Torres-Reyna, O. (2007). *Panel Data Analysis Fixed and Random Effects using Stata*. Princeton University
- Tully, S (2021). *Bubble warning: The S&P 500 has only been this expensive for 4% of the past 140 years*. Fortune.com. <https://fortune.com/2021/07/14/s-and-p-500-bubble-stock-market-spx-history-excess-cape/>
- Udayasankar, K. (2008) *The Foundation of Governance Theory: a case for the Resource-Dependence Perspective*. Corporate Ownership & Control Volume 5, Issue 4, Summer 2008. Singapore.
- Wells, H. (2010) *The Birth of Corporate Governance*. Seattle University Law Review, Vol. 33 No. 4 1247-1283. Seattle, Estados Unidos
- Williamson, O (1996). *The Mechanisms of Governance*. Oxford University Press.
- World Bank (2004). Report on the Observance of Standards and Codes Corporate Governance Country Assessment Republic of Peru June 2004.
- Yahoo Finance (17 de junio de 2021). S&P 500 (^GSPC). Yahoo Finance Data Historica. <https://finance.yahoo.com/quote/^GSPC?p=^GSPC&.tsrc=fin-srch>

You, Victor, Caves, Richard, Smith, Michael and Henry James (1986). Mergers and Bidders' Wealth: Managerial and Strategic Factors. In *The Economics of Strategic Planning*, edited by Lacy G. Thomas, 20 – 21. Lexington, MA: Lexington Books.

Zurich Life Assurance (28 de Abril de 2021). Defined Benefit versus Defined Contribution. <https://www.zurich.ie/pensions-retirement/faqs/defined-benefit-versus-defined-contribution/>